



TAMPEREEN
YLIOPISTO

Yritysrahoituksen vaihtoehtoiset lähteet ja niiden
taloudellisten vaikutusten arviointi

PRO GRADU -TUTKIELMA

TALOUSTIEDE

TAMPEREEN YLIOPISTO

Elina Manninen

12. kesäkuuta 2015

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Taloustiede
Tekijä:	MANNINEN, ELINA
Tutkielman nimi:	Yritysrahoituksen vaihtoehtoiset lähteet ja niiden taloudellisten vaikutusten arviointi
Pro gradu -tutkielma:	93 sivua
Aika:	kesäkuu 2015
Avainsanat:	yritysrahoitus, pääomasijoitusrahoitus, joukkorahoitus, joukkovelkakirjat, julkinen rahoitus, osakeanti, talouskasvu

Tutkielman keskeisenä tavoitteena on löytää suomalaisille pk-yrityksille pankkirahoitukselle vaihtoehtoisia rahoituslähteitä ja rakentaa näistä valintatyökalu yritysten käytännön rahoitussuunnittelun tueksi. Lisäksi tutkitaan, edistääkö vaihtoehtoisten lähteiden käyttäminen sekä niihin liittyvän sääntelyn keventäminen talouskasvua ja työllisyyttä. Tutkimusaihe on tärkeä, koska talouden suhdanne- ja rakenneongelmien ratkaisemisessa pk-yritykset ovat keskeisessä roolissa. Tutkimusmenetelmänä käytetään kirjallisuuskatsausta.

Tutkimuksessa havaittiin, että keskeisimmät rahoituslähteiden valintaan vaikuttavat tekijät ovat rahoituslähteen ominaisuudet, yrityksen motiivit ja yritysprofili, haettavan rahoituksen määrä ja hinta, rahoituksen käyttötarkoitus sekä potentiaaliset rahoittajat. Joukkorahoitus, pääomasijoitusrahoitus ja julkinen rahoitus sopivat erityisesti pienille ja mikrokokoisille yrityksille. Kasvettuaan suuremmiksi pienien ja keskikokoisten yritysten on mahdollista hyödyntää osake- ja joukkovelkakirja-anteja First Northissa, ryhmäjoukkovelkakirjalainoja sekä buyout-tyyppistä pääomasijoitusrahoitusta. Varsinkin innovatiivisille, tieto- ja osaamisperusteisille uutta teknologiaa hyödyntäville kasvuyrityksille sopivat kaikki edellä mainitut markkinaehtoiset lähteet, joista erityisesti pääomasijoitusrahoitus on suhteellisesti tärkein. Lisäksi näille yrityksille suunnataan julkista rahoitusta kasvuun, kansainvälistymiseen ja investointeihin. Pk-yrityksille luotiin rahoitussuunnittelun valintatyökalu, johon on tiivistetty tärkeimmät tiedot edellä mainittujen lähteiden soveltuvuudesta erityyppisille yrityksille.

Vaihtoehtoisten lähteiden vaikutukset talouskasvuun ja työllisyyteen johdettiin tutkielmassa sekä suomalaisista että ulkomaisista empiirisistä tutkimuksista, joiden mallit perustuvat endogeeniseen kasvuteoriaan. Teorian mukaan rahoitussektori voi kiihdyttää talouskasvua erityisesti parantamalla pääoman tuottavuutta. Suomen osakemarkkinat voivat lisätä talouskasvua, mikäli ne ovat riittävän aktiiviset ja likvidit. Myös muiden markkinaehtoisten lähteiden ja julkisen innovaatiorahoituksen vaikutukset viittasivat kasvuun. Sääntelyn keventäminen todennäköisesti edistää talouskasvua, mutta yritysten tulojen käytön jatkuessa entisellään pääomavirtojen potentiaalia ei hyödynnetä niin tehokkaasti investointeihin ja kasvuun, kuin olisi mahdollista. Nuoret kasvu- ja mikroyritykset tuottavat Suomessa eniten uusia työpaikkoja. Työpaikkojen syntymistä näissä yrityksissä edesauttaa pääomasijoitukset ja mahdollisesti myös Tekesin julkinen rahoitus.

Pk-yrityksiä kannustetaan käyttämään vaihtoehtoisia rahoituslähteitä erityisesti silloin, kun yritykselle ei myönnetä pankkirahoitusta tai kun yritys hyötyy vaihtoehtoisten lähteiden tarjoamista eduista. Tutkielmassa esiteltyä valintatyökalua voi hyödyntää liiketoiminnassa rahoitussuunnittelun apuna. Vaihtoehtoisten lähteiden käyttöä edistävää kehityspolitiikkaa voidaan pitää suositeltavana, koska se tukee elinkeinorakenteen muutosta ja kasvua.

Alkusanat

Tämä tutkielma on tehty Tampereen yliopiston Johtamiskorkeakoulun opinnäytetyönä taloustieteen oppiaineesta. Haluan esittää kiitokset professori Hannu Laurilalle työn ohjaamisesta, tarkastamisesta ja mukavasta graduseminaarista. Tukea ja keskusteluapua oli aina saatavilla, mutta työn sisältöön liittyvät oivallukset sain tehdä itse, mikä teki tutkimisesta palkitsevaa.

Lisäksi olen iloinen ja kiitollinen siitä, että ystäväni Minna Lanz ja Liisa Rajala kiinnostuivat työstäni, ja tarjoutuivat auttamaan tutkimuksen viimeistelyvaiheessa. Heidän asiantuntemuksensa, kommenttinsa ja huomionsa olivat arvokas lisä tutkimukseeni.

Lopuksi kiitän rakasta puolisoani Jannea siitä, että hän auttoi tieteellisessä kirjoittamisessa, työn teknisessä toteutuksessa ja kannusti minua koko opintojeni ajan.

Tampereella, 12.6.2015

Elina Manninen

Sisältö

1 Johdanto	1
2 Yritysrahoitus Suomessa	5
2.1 Yritysrahoitus muutoksessa	5
2.2 Pk-yritysten rahoituslähteet	8
2.3 Pk-yritysten rahoitusrakenne ja rahoituksen riittävyys	13
3 Vaihtoehtoiset rahoituslähteet	17
3.1 Arvopaperit	17
3.2 Joukkorahoitus	29
3.3 Julkinen rahoitus	38
3.4 Yhteenveto vaihtoehtoisista rahoituslähteistä	43
4 Vaikutukset talouskasvuun ja työllisyyteen	46
4.1 Rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun suhde	46
4.2 Vaihtoehtoisten lähteiden vaikutukset talouskasvuun	53
4.3 Sääntelyn keventämisen vaikutukset talouskasvuun	63
4.4 Vaihtoehtoisten lähteiden työllisyysvaikutukset	74
4.5 Yhteenveto kasvu- ja työllisyysvaikutuksista	80
5 Johtopäätökset	82
Lähteet	87
Muut lähteet	91

Lyhenteet

B-to-C	henkilöasiakkaita palveleva, business to customer
ELY-keskus	Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskus
FAS	suomalainen kirjanpitokäytäntö, Finnish accounting standards
ICT	tieto- ja viestintäteknologia, information and communications technology
IFRS	kansainvälinen kirjanpitokäytäntö, international financial reporting standards
jvk	joukkovelkakirja
NIY-rahoitus	Nuoret innovatiiviset yritykset -rahoitus
OECD	taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö, Organisation for Economic Cooperation and Development
OPO	oma pääoma
PV	nykyarvo, present value
RM	rahoitusmarkkinat
T&K	tutkimus ja kehitys
TK	talouskasvu
TRL	tuotteen valmiusaste, technology readiness level
VPO	vieras pääoma

1 Johdanto

Pääministeri Sipilän hallitusohjelman keskeinen tavoite on hyvinvoinnin, työllisyyden ja kasvun lisääminen. Odotukset kohdistuvat pieniin ja keskikokoisiin yrityksiin (pk-yrityksiin), joissa nähdään suurin potentiaali uusien työpaikkojen synnylle ja talouskasvulle. Suomen yritykset, joista pk-yrityksien osuus on peräti 99,8 %, tuottavat valtaosan eli noin 60 prosenttia Suomen kansantalouden arvonlisäyksestä. Elinkeinorakenteen muuttuminen ja suhdanneongelmat haastavat etsimään uusia välineitä pk-yritysten tuottavuuden kasvattamiseen ja kilpailukyvyn lisäämiseen. Uusien rahoitusvaihtoehtojen käyttöönoton lisäksi rahoitusmarkkinoita kehitetään yritystoiminnan ja yritysten kasvun edistämiseksi. (Valtioneuvosto, 2015; Savela, 2012b.)

Perinteisen pankkikeskeisen rahoituksen rinnalle on kehitetty viimeisten vuosikymmenien aikana markkinaehtoisia rahoituslähteitä, joiden avulla pääomia suunnataan riskipitoisille yrityksille ja hankkeille, joilla on korkea tuottopotentiaali. Riskirahoituksen piiriin kuuluvat esimerkiksi alkuvaiheessa olevat tai uusille toimialoille suuntautuvat yritykset, joiden liiketoiminta perustuu tietoon, osaamiseen, uuteen teknologiaan tai innovaatioihin. Näiden yritysten syntyminen ja kasvu edistää elinkeinorakenteen uusiutumista ja tuottavuuden kasvua. Myös perinteisemmät tai tavanomaisemmat yritykset voivat hankkia alkupääomansa markkinaehtoisesti, kun se on yrityksen näkökulmasta kannattavinta tai pankkirahoitusta ei myönnetä.

Markkinaehtoisten lähteiden merkitys kasvoi finanssikriisin jälkeen, kun pankkien sääntelyä kiristettiin. Sääntelyn seurauksena yrityslainojen marginaalit nousivat ja ehdot kiristyivät, mikä kohdistuu edelleen keskimääräistä raskaammin riskipitoisimpiin lainoihin. Yritysrahoituksen hankaloitumiseen reagoitiin laatimalla kansallinen pääomamarkkinastrategia kasvurahoituksen edistämiseksi. Strategian keskeisiä tavoitteita ovat kotimaisten pääomamarkkinoiden kasvattaminen, kansainvälistäminen ja tehostaminen, jotta yritysten käyttöön ohjautuisi riittävästi pääomaa kotimaisilta ja ulkomaisilta sijoittajilta.

Suomen pankit toimivat kriisin aikana verrattain hyvin, mutta länsimaissa laajalle levinnyt

pankkisektorin romahdus osoitti, että yritysrahoituksessakin hajauttaminen kannattaa. Myös perinteisemmät tai toimintansa vakiinnuttaneet pk-yritykset hyötyvät markkinaehtoisesta rahoituksesta, sillä monipuoliset rahoituslähteet vähentävät yrityksen riippuvuutta yhdestä rahoituksen lähteestä.

Rahoitusmarkkinoiden muutos ja monipuolistuminen on edistänyt pääoman ohjautumista tuottavimpiin hankkeisiin. Rahoitusmarkkinoiden on kuitenkin vaikea arvioida uusien yritysten ja erityisesti uusilla teknologia- tai liiketoiminta-alueilla toimivien yritysten menestymistä. Markkinat eivät siis aina kykene ohjaamaan rahoitusta oikeisiin kohteisiin, minkä vuoksi yritysten käyttöön tarjotaan myös julkista rahoitusta talouskasvun kiihdyttämiseksi.

Pk-yrityksille on siis tarjolla sekä markkinaehtoista että julkista rahoitusta, mutta rahoituslähteitä koskevat tiedot ovat jakautuneet lukuisiin eri lähdeteoksiin ja internetsivuille. Tällöin rahoituksen hakijalle on työlästä muodostaa aiheesta yleiskuvaa ja perustellusti valita parhaat rahoituslähteet. Yleisessä keskustelussa yrityksiä kuitenkin kannustetaan vaihtoehtoisten rahoituslähteiden käyttöön, sillä niiden nähdään helpottavan mahdollisia rahoitusongelmia.

Keskustelu vaihtoehtoisten lähteiden laajemmista taloudellisista vaikutuksista on eri tahojen kesken vilkasta, mutta yksiaänistä. Suomea koskevat selvitykset ovat pääosin finanssialan asiantuntijaorganisaatioiden ja elinkeinoelämää tukevien tahojen tuottamia. Näissä selvityksissä usein yksiselitteisesti todetaan vaihtoehtoisten rahoituslähteiden sekä niihin liittyvän sääntelyn keventämisen edistävän talouskasvua ja työllisyyttä.

Tämän työn keskeisenä tutkimusongelmana on selvittää, mitä pankkirahoitukselle vaihtoehtoisia lähteitä pk-yritykset voivat liiketoimintansa rahoittamiseen käyttää. Lisäksi tutkitaan, edistävätkö vaihtoehtoiset lähteet ja niihin liittyvän sääntelyn keventäminen talouskasvua ja työllisyyttä.

Tutkielman tavoitteena on löytää suomalaisille pk-yrityksille pankkirahoitukselle vaihtoehtoisia rahoituslähteitä ja rakentaa tietojen perusteella valintatyökalu yritysten rahoitussuunnittelun tueksi. Yritystason näkökulmien lisäksi tutkielman on tarkoitus arvioida vaihtoehtoisten lähteiden vaikutuksia kansantalouteemme. Aiheella on uutuusarvoa, koska

pk-yrityksille tarkoitettuja rahoituslähteitä ja -tuotteita on lähivuosien aikana kehitetty runsaasti. Tiedon lisääminen helposti hyödynnettävässä muodossa voisi lisätä uusien lähteiden käyttöä ja edistää yritysten investointeja. Taloudellisia vaikutuksia tutkimalla pystytään arvioimaan, onko kehityspolitiikan suunta kasvua tukevaa.

Tutkimus rajataan käsittelemään liiketoimintansa aloittaneiden suomalaisten pk-yrityksien keskeisimpiä markkinaehtoisia ja julkisia rahoituslähteitä. Tämän rajauksen avulla on mahdollista luoda valintatyökalu, jota voi soveltaa käytäntöön pk-yritysten rahoitussuunnittelussa. Taloudellisten vaikutusten arvioinnissa tutkielman päämateriaali on erilaisten tutkimustulosten esittely. Tutkimusmenetelmien tapauskohtainen arviointi rajataan tutkielman ulkopuolelle. Tutkimuksen suorittamista koskevat valinnat huomioidaan kuitenkin silloin, kun niillä havaitaan olevan erityisen kiinnostavia ja tärkeitä vaikutuksia tuloksiin.

Systemaattisen kirjallisuuden tutkimisen avulla pyritään muodostamaan yhteenvetotaulukoista, kuvioista sekä muista tiedoista koostuva valintatyökalu. Tutkielmassa esitellään analyyttisesti aikaisempia tutkimuksia, jotka käsittelevät vaihtoehtoisten lähteiden sekä sääntelyn keventämisen vaikutuksia talouskasvuun ja työllisyyteen. Näiden avulla tuotetaan johtopäätökset vaihtoehtoisten lähteiden vaikutuksista Suomen talouteen.

Aineistoksi valitaan mahdollisuuksien mukaan vertaisarvioituja tieteellisiä lehtiartikkeleita, tutkielmia, tutkimuslaitosten julkaisuja sekä alan kirjallisuutta. Käytännönläheisen ja erityisen ajankohtaisen tiedon hankintaan käytetään internetin avoimia lähteitä. Tutkielman teoreettisen perustan muodostaa endogeeninen kasvuteoria, jota hyödynnettiin erityisesti kasvuvaikutusten arvioinnissa ja yritysrahoitusmarkkinoiden muutosten selittämisessä. Rahoituslähteen valintaa ja pääomarakennepäätöksiin liittyviä tekijöitä eriteltiin arvopapereiden yhteydessä myös rahoitusrakenteen tradeoff-teorian avulla.

Tutkielman alussa tehty katsaus yritysrahoitusmarkkinoiden muuttumiseen kiinnittää vaihtoehtoiset rahoituslähteet kansantaloutemme laajempaan kontekstiin. Toisessa luvussa esitellään yritysrahoituksen nykytilaa, pk-yritysten käytössä olevia rahoituslähteitä ja yritysten rahoitusrakennetta. Rahoituksen riittävyys on herättänyt paljon keskustelua ja liittyy olennaisesti tutkimusaiheeseen, minkä vuoksi eri tahojen näkemyksiä esitellään lyhyesti luvun lopussa.

Kolmannessa luvussa esitellään tarkemmin yritysten markkinaehtoiset rahoituslähteet ja keskeiset julkiset rahoitustuotteet. Esitetyn materiaalin avulla rahoituksen hakija voi muodostaa nopean yleiskuvan siitä, mitä rahoituslähteitä pk-yrityksille on tarjolla ja millaiselle yrityksille eri rahoitustavat soveltuvat.

Neljännessä luvussa tarkastellaan, onko vaihtoehtoisista rahoituslähteistä ja niihin liittyvästä sääntelyn keventämisestä hyötyä eli lisäävätkö ne talouskasvua ja työllisyyttä. Aihetta lähestyttiin selvittelemällä ensin rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun suhdetta sekä uusimpien tutkimusten taustalla vaikuttavaa teoriaa. Tämän jälkeen tutkittiin vaihtoehtoisten lähteiden vaikutusta talouskasvuun, jossa aikaisempi tutkimus keskittyy paljolti osakemarkkinoiden vaikutusten arvioimiseen. Sääntelyn keventämisen seurauksia tarkasteltiin sekä ekonometristen tutkimusten että taloushistorian avulla. Luvun lopussa selvitetään vaihtoehtoisten lähteiden vaikutuksia työpaikkojen syntymiseen.

Viimeisessä luvussa työ kootaan yhteen ja tulosten perusteella tehdään johtopäätöksiä. Lopuksi arvioidaan tutkimuksen onnistumista ja luotettavuutta sekä esitetään tutkimusaiheita, joita tämä työ jätti avoimeksi.

2 Yritysrahoitus Suomessa

2.1 Yritysrahoitus muutoksessa

Suomen rahoitusmarkkinat ovat viime vuosikymmenien aikana kansainvälistyneet, markkinaehtoistuneet ja monipuolistuneet (Hyytinen, 2013). Siirtyminen perinteisestä teollisuudesta korkeaan teknologiaan ja palvelupainotteiseen teollisuuteen loi tarpeen pääomamarkkinoiden kehittymiselle. Muutosprosessi alkoi 1980-luvulla asteittain toteutetuista rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkamisesta ja ulkomaisten pääomaliikkeiden vapauttamisesta. Vuosituhannen vaihtuessa Suomen rahoitusmarkkinoiden rakenne oli muuttunut perinteisestä pankkikeskeisestä järjestelmästä markkinaehtoisemmaksi. (Hyytinen et al., 2003.)

Rahoitusmarkkinoiden rakennemuutoksen myötä pankkirahoituksen sekä pitkäaikaisiin suhteisiin perustuvan velkarahan merkitys rahoitusjärjestelmässämme pienentyi ja samalla osakemarkkinoiden merkitys kasvoi. Pääomasijoitustoimialan voimakas kasvu paransi erityisesti innovatiivisten ja riskialttiiden yritysten ja hankkeiden rahoitusmahdollisuuksia. (Hyytinen & Pajarinen, 2005.) Sama kehityssuunta jatkui 2000-luvulla ja pankkirahoitukselle vaihtoehtoisia rahoitusmuotoja on pyritty edelleen monipuolistamaan.

Rahoituksen markkinaehtoistumista ja kansainvälistymistä voidaan pitää myönteisenä kehityksen suuntana, sillä sen oletetaan lisäävän pääoman tuottavuutta. Markkinaehtoistuminen merkitsee sitä, että rahoitusta ei enää ohjata hallinnollisen säätelyn avulla vaan rahoituksen hinta määräytyy kilpailullisilla markkinoilla. Tällöin rahoitusvaateiden hinnat välittävät tietoa yritysten tai hankkeiden tuotto-odotuksista sekä riskeistä ja hintamekanismi pyrkii ohjaamaan resursseja yksilöiden ja yhteiskunnan kannalta tuottoisimpiin kohteisiin. Kansainvälistymisestä lisäksi seuraa, että suomalaisiin yrityksiin kohdistuvat samat tuotto-odotukset suhteessa riskiin kuin muille kansainvälisille rahoitusmarkkinoille tehtäviltä sijoituksilta. Markkinaehtoistumisella ja kansainvälistymisellä voidaan siis ta-

loudessa tiettyyn pisteeseen saakka vähentää heikosta pääoman tuottavuudesta johtuvia ongelmia. (Hyytinen & Pajarinen, 2005.)

Pääoman tuottavuutta pyritään lisäämään suuntaamalla varoja sellaisten yritysten tai hankkeiden rahoittamiseen, jotka sisältävät paljon riskiä, mutta ovat menestyessään korkeatuottoisia. Näitä ovat esimerkiksi aloittavat tai uusille toimialoille laajentuvat, tietoon, osaamiseen, uuteen teknologiaan ja innovaatioihin perustuvat yritykset ja hankkeet, joilla on yleensä käytössään vähän fyysistä vakuuspääomaa ja joiden kassavirrat ovat pitkään negatiivisia. Markkinaehtoinen rahoitus sopii parhaiten riskirahoitukseen, jonka lisäksi suuren tuottopotentiaalin sisältäviä yrityksiä tuetaan julkisin varoin. Vakuuksia ja säännöllistä lainanlyhennystä vaativa pankkirahoitus soveltuu paremmin toimintansa vakiinnuttaneiden pk-yritysten sekä fyysistä pääomaa vaativien alojen rahoitukseen kuin korkean teknologian, tutkimus- ja tuotekehitysalojen rahoitukseen. (Hyytinen & Kauppi, 2002, 189.) Sekä pankki- että markkinaehtoisella rahoituksella on siis omat kohderyhmänsä, ja molempia rahoitustapoja tarvitaan.

Suomessa jo vuosia jatkuneet yhtäaikaisten rakenne- ja suhdanneongelmat ovat ohjanneet etsimään uusia kasvun lähteitä. Globaalisoitunut toimintaympäristö on tuottanut haasteita Suomen talouden keskeisille toimialoille eli elektroniikka- ja metsäteollisuudelle ja niiden kyky tuottaa kasvua on heikentynyt. Hyvinvoinnin edistäminen talouskasvun avulla nähdään ensisarvoisen tärkeänä ja keinoiksi arvioidaan elinkeinoelämän uudistumista, erikoistumista sekä uusien työpaikkojen luomista. Suomen tutkimus- ja innovaationeuvosto on nimennyt politiikkalinjauksessaan Suomen taloudelle ja hyvinvoinnille tärkeimmiksi osaamisalueiksi ja -sektoreiksi: 1) tieto- ja viestintäteknologia-osaamisen (ICT), 2) puhtaat ratkaisut sisältäen energia-, ympäristö- ja materiaalitehokkaat teknologiat sekä bio- ja nanoteknologian, 3) terveyden ja hyvinvoinnin sekä 4) arktisen osaamisen. (Tutkimus- ja innovaationeuvosto, 2014, 9, 79.)

Vuonna 2008 alkanut finanssikriisi ja talouden taantuma ovat vielä osaltaan lisänneet riskirahoituksen tärkeyttä. Finanssikriisin jälkeen pankkien sääntelyä lisättiin kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla sekä euroalueella Basel III -sopimuksella. Tavoitteena on ollut finanssisektorin toiminnan tervehdyttäminen. Myös Suomessa pankkien sääntelyä kiristettiin, vaikka finanssiala toimi kotimaassa kriisin aikana pankkien hyvän vakava-

raisuuden, luotonantokyvyn ja terveen kannattavuuden ansiosta pikemminkin ulkoisen häiriön vaimentajana eikä vahvistajana, toisin kuin monissa muissa Euroopan maissa. Kasvaneet pääoma- ja likviditeettivaatimukset nostivat pankkien kustannuksia, minkä seurauksena pankit joutuivat korottamaan lainojen hintoja ja tiukentamaan antolainauksen ehtoja toimiakseen kannattavasti. (Mattila, 2013.) Ehtojen kiristyminen ja marginaalien nousu kohdistui ja kohdistuu edelleen keskimääräistä raskaammin suurempiriskisiin yritysluottoihin (Karhinen, 2015b).

Tapahtumiin reagoitiin laatimalla pääomamarkkinastrategia vuonna 2012 yritysten kasvurahoituksen edistämiseksi. Strategian tavoitteena on kansainvälistää, kasvattaa ja tehostaa Suomen pääomamarkkinoita edelleen siten, että pk-yritykset voisivat monipuolisten rahoituslähteiden avulla hakea varoja sekä koti- että ulkomaisilta sijoittajilta. Sääntelyä ja verotuskäytäntöjä halutaan yhdenmukaistaa ja keventää EU:n tasolla ja näin pyritään luomaan paremmat edellytykset rajat ylittävän sijoitustoiminnan lisäämiseen. (Kansallista pääomamarkkinastrategiaa pohtiva työryhmä, 2012.) Euroopan komission tavoitteena on luoda vuoden 2019 loppuun mennessä euroalueelle pääomamarkkinaunioni, jonka arvioidaan parantavan yritysten rahoituksen saatavuutta ja vähentävän pääoman liikkumisen esteitä (Euroopan komissio, 2015).

Pk-yritysten rahoitusmahdollisuuksien monipuolistamiseksi Nasdaq OMX Helsinki avasi tammikuussa vuonna 2014 First North Bond Market Finland -markkinapaikan (Nasdaq OMX Nordic, 2014). Joukkovelkakirjojalainojen käyttöön kannustetaan myös uusien julkisten rahoitustuotteiden, kuten Garantian takausten ja Finnveran merkintäoikeuksien avulla (Garantia, 2014a; Finnvera, 2014). Pääomasijoittajien kiinnostusta alkuvaiheen yrityksiä kohtaan on pyritty kasvattamaan toimivia irtautumiskanavia kehittämällä. Eri-tyisesti listautumisia halutaan edistää erilaisin kannustein, jotta kasvuyrityksiä ja pieniä pörssiyrityksiä ei myytäisi ulkomaille, vaan ne jäisivät Suomeen kasvattamaan työllisyyttä ja arvonalistusta. (Kansallista pääomamarkkinastrategiaa pohtiva työryhmä, 2012, 42–43.) Myös julkiset rahoittajat pyrkivät reagoimaan rahoitusympäristön jatkuvaan muutokseen uudistamalla rahoitustuotteitaan.

Rahoitusrakenteen monipuolistamisesta hyötyvät riskirahoitusta tarvitsevien yhtiöiden lisäksi myös toimintansa vakiinnuttaneet pk-yritykset. Yrityksen rahoituksellista riippuvuut-

ta voidaan vähentää hajauttamalla rahoitusta pankkirahoituksen lisäksi markkinaehtoiisiin lähteisiin. Rahoituksen keskittäminen ainoastaan perinteiseen pankkirahoitukseen lisää rahoitusriskiä, sillä lähteen mahdollisesti ehdyttyä rahoituksen saaminen voi vaikeutua. Uhka koettiin konkreettisesti syksyllä vuonna 2008, kun Lehman Brothers -investointipankin kaatumista seurasi laajamittainen pankkitoiminnan lamaantumisen. Monipuolinen rahoitusrakenne on siis osa yritysten riskienhallintaa. Seuraavassa luvussa esitellään pk-yritysten rahoituksen lähteitä, jotka ovat tällä hetkellä jo monipuoliset.

2.2 Pk-yritysten rahoituslähteet

Optimaalisessa tilanteessa yritys saa riittävästi rahoitusta sopivaan hintaan, ja erityyppiset rahoitusmuodot täydentävät toisiaan. Yrityksen rahoituslähteiden valikoima riippuu esimerkiksi yrityksen koosta, toimialasta ja kehitysvaiheesta. (Europaeus, 2013.) Yritystoiminnan rahoitukseen voidaan käyttää omaa pääomaa (OPO), vierasta pääomaa (VPO) tai välirahoitusta. Välirahoitusinstrumenteilla on sekä oman että vieraan pääoman ominaisuuksia, mutta ne rajataan tässä tutkimuksessa tarkastelun ulkopuolelle.

Yrityksen rahoitussuunnittelussa tulee punnita molempien pääomalajien keskeisiä piirteitä sekä yhtiön preferenssejä niiden suhteen. Vierasta pääomaa käytettäessä yrityksellä on sopimusoikeudellinen velvollisuus maksaa lainattu pääoma takaisin korkoineen, mikä on yhtiölle taloudellinen rasite. Toisaalta vakaa korkotulo miellyttää rahoittajia, minkä vuoksi vierasta pääomaa on yleensä tarjolla maksukykyisille yhtiöille. Vieraaseen pääomaan liittyvä hyvä puoli on, että äänioikeutta ja sen myötä yhtiön liiketoimintaan liittyvää määräysvaltaa ei tarvitse luovuttaa rahoittajille. Oman pääoman ehtoista rahoitusta yrityksen ei tarvitse palauttaa eikä sille tarvitse maksaa tuottoa, mikä puolestaan tuo yrityksen rahoitusrakenteeseen joustavuutta. Rahoittajista tulee kuitenkin samalla yrityksen omistajia, joilla on yleensä äänioikeus yhtiökokouksessa. (Knüpfer & Puttonen, 2009, 31.)

Rahoituspäätöksillä määritellään, missä suhteessa yrityksen kannattaa käyttää oman ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Optimaalista pääomarakennetta on pyritty jo vuosikymmenien ajan hahmottamaan erilaisin teorioin, joita on testattu empiirisesti

yri-tysten rahoituspää-ötöksien ymmärtämiseksi. Rahoitusrakenteen tradeoff-teorian avulla voidaan eritellä yri-tysten pääomarakennepää-ötöksiin liittyviä tekijöitä.

Tradeoff-teorian avulla voidaan tarkastella vieraan pääoman käyttöä vertaamalla velkaan liittyviä vero- ja kannustinetuja velan erilaisiin konkurssi- ja agenttikustannuksiin. Yri-tysverojen vuoksi pääomarakenne on yri-tyksen arvoon vaikuttava tekijä, koska vieraan pääoman korot saa vähentää verotuksessa. Sitä vastoin omistajille maksettua voitonjakoa ei saa vähentää verotettavasta tulosta. Hyötyjen lisäksi velkaantumisesta seuraa myös taloudellisten rasitteiden aiheuttamia kustannuksia, jotka heikentävät yri-tyksen kokonai-sarvoa. Velkapääoman lisääntyessä yri-tyksen riski ajautua konkurssiin suurenee, mikä aiheuttaa välillisiä ja välittömiä kustannuksia omistajille ja velkojille. Välittömiä konkurs-sikustannuksia ovat erityisesti konkurssipesän selvitykseen liittyvät asianajajien palkkiot sekä mahdolliset oikeudenkäyntikulut. Välillisiä konkurssikustannuksia ovat konkurssiyri-tyksen omaisuuden myyntiin ja likvidointiin liittyvät kustannukset. (Brealey et al., 2014, 448–467; Niskanen & Niskanen, 2007, 273–288.)

Lisäksi agenttikustannukset, jotka johtuvat informaation epätasaisesta jakautumisesta eri osapuolten kesken, vaikuttavat yri-tyksen kokonaisarvoon. Velkapääoman kasvaessa yri-tyksen velkojat kokevat asemansa heikentyvän, minkä vuoksi heidän tarpeensa valvoa yri-tyksen toimintaa kasvaa. Nämä agenttikustannukset realisoituvat velkarahan korkeam-pana tuottovaatimuksena, mistä seuraa yri-tykselle kustannuksia ja niiden seurauksena yri-tyksen arvon lasku. Velkaisen yri-tyksen markkina-arvo ilmaistaan kuvan 2.1 yhtälön avulla, joka kuvaa rahoitusrakenteen tradeoff-teoriaa. (Brealey et al., 2014, 448–467; Niskanen & Niskanen, 2007, 273–288.)

$$\left(\begin{array}{c} \text{Velkaisen} \\ \text{yri-tyksen} \\ \text{arvo} \end{array} \right) = \left(\begin{array}{c} \text{Velattoman} \\ \text{yri-tyksen} \\ \text{arvo} \end{array} \right) + \text{PV} \left(\begin{array}{c} \text{Korkovähän-} \\ \text{nysten vero-} \\ \text{hyöty} \end{array} \right) - \text{PV} \left(\begin{array}{c} \text{Taloudellisten} \\ \text{rasitteiden} \\ \text{kustannukset} \end{array} \right)$$

Kuva 2.1: Velkaisen yri-tyksen markkina-arvo (Brealey et al., 2014, 455–467)

Yhtälöstä havaitaan, että velkaantuneen yri-tyksen arvo määritellään lisäämällä omalla pääomalla rahoitetun yri-tyksen arvoon veroedun nykyarvo (eng. present value, PV) ja

vähentämällä tästä taloudellisten rasitteiden aiheuttamien kustannusten nykyarvo. Yritysjohto pyrkii löytämään tasapainon velkarahaan liittyvien verohyötyjen ja velkaantumisen vuoksi lisääntyvien konkurssi- ja agenttikustannusten välillä. Tasapainon saavuttamiseksi yrityksen rahoitusrakenteessa tarvitaan myös omaa pääomaa. Näin yritys pyrkii kohti optimaalista pääomarakennetta, joka minimoi pääomaan liittyvät kustannukset ja maksimoi yrityksen arvon tai omistajien nettotuotot. (Brealey et al., 2014, 448–467; Niskanen & Niskanen, 2007, 9, 288.)

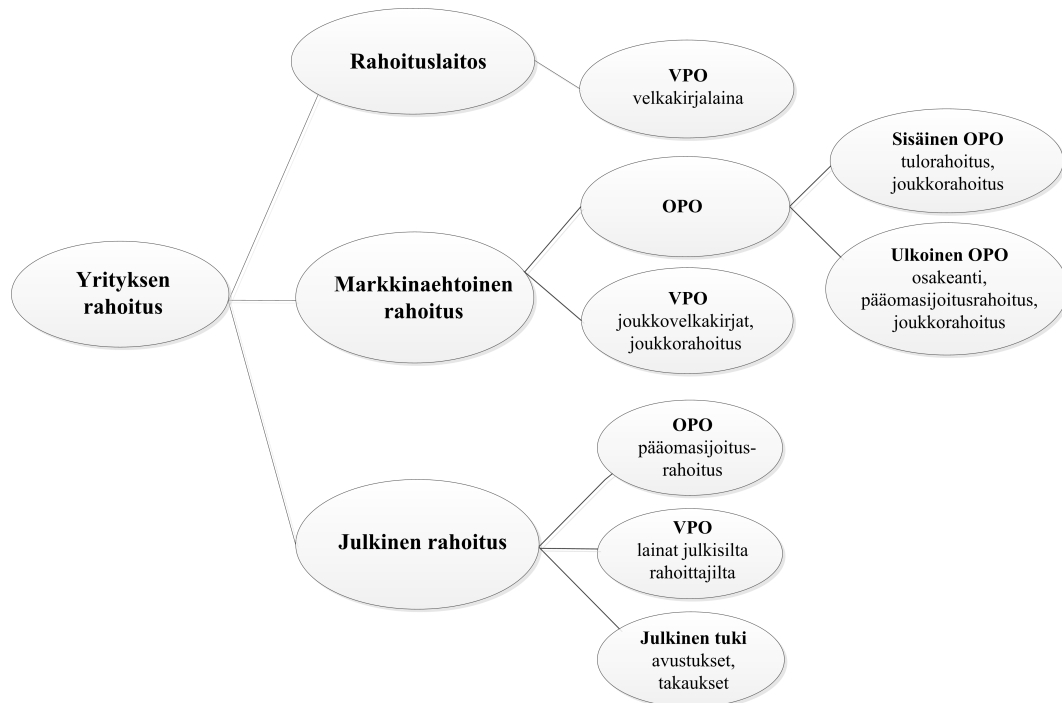
Yritys voi hankkia pääomansa suoraan markkinoilta, rahoituksen välittäjältä eli rahoituslaitoksista tai julkiselta rahoittajalta. Kehityspolitiikkamme mukaan yritysrahoituksen tarjoaminen nähdään ensisijaisesti yksityisen sektorin tehtävänä. Markkinaehtoisella rahoituksella ja pankkirahoituksella on omat erityispiirteensä, jotka määrittävät, kumpi rahoitustapa sopii yritykselle paremmin.

Markkinaehtoisen rahoituksen hyviin puoliin kuuluvat rahoituksen ehdot, jotka eivät yleensä edellytä pankkirahoituksen tapaan vakuuksia. Sopimukset ovat luonteeltaan läpinäkyviä ja täsmällisiä, minkä vuoksi hinnat määräytyvät kilpailullisesti. Tällöin rahoitusta voi mahdollisuuksien mukaan saada pankkirahoitusta edullisemmin. Sijoitukset eivät ole luonteeltaan sitovia, mikä edistää rahoituksen saamista, koska sijoittaja voi halutessaan irtautua osuudestaan ja myydä sen markkinoilla. Rahoituksen hakijan ja sijoittajan suhde on etäinen eikä rahoittajilla ei ole välttämättä mahdollista puuttua yrityksen liiketoimintaan, jos heitä on paljon. (Hyytinen & Kauppi, 2002.)

Markkinaehtoisen rahoituksen huonoihin puoliin kuuluu yrityksen kannalta se, että suuri yleisö pitää vakuuttaa hankkeen kannattavuudesta. Esitteiden ja muita sijoitusta koskevien tiedotteiden laadintaan tulee olla resursseja ja vaivannäön jälkeen rahoituksen saaminen riippuu sijoittajien kiinnostuksesta yritystä kohtaan. Pankkirahoitus on markkinaehtoiseen rahoitukseen verrattuna nopea ja helppo tapa hankkia yritykseen pääomaa. Kun yhteistyösuhde on pankin kanssa läheinen, pankki saattaa sitoutua edistämään yrityksen kehittymistä ja taata tasaisen rahoituksen. Rahoituksen ehdoiksi pankki asettaa reaali-vaikutukset ja takaisinmaksun korkoineen sovitun aikataulun mukaan. (Hyytinen & Kauppi, 2002.)

Seuraavaksi esitellään yritysten markkinaehtoiset ja julkiset rahoituslähteet sekä sivutaan

myös rahoituslaitoksista saatavaa rahoitusta. Yritysten rahoituksen lähteet on eritelty kuvaan 2.2.



Kuva 2.2: Yritysten rahoituslähteet

Vieraan pääoman ehtoista rahoitusta voi hakea välittäjäsektorilta yksityisistä rahoituslaitoksista, joista tyypillisimpiä ovat pankit, rahoitusyhtiöt, kiinnitysluottolaitokset, luottokorttiyhtiöt, vakuutuslaitokset sekä investointipankit. Tyypillisin pankin tarjoama rahoitusmuoto luottokelpoisille yhtiöille on velkakirjalaina. Myös työeläkeyhtiöt voivat lainata yrityksille osan työeläkevakuutusmaksusta niin sanotun takaisinlainauksen ehtojen mukaan. Suurimmat rahoitusyhtiöt kuuluvat pankkikonserneihin ja tarjoavat yrityksille käyttöpääoman tai hankintojen rahoitusta. Suomalaiset investointipankkitoimintaa harjoittavat yhtiöt järjestävät osakeanteja, yrityskauppoja ja fuusioita. Yksityisten rahoituslaitoksien toimintaa valvoo Suomessa Finanssivalvonta. (Elinkeinoelämän keskusliitto, 2014.)

Sisäistä omaa pääomaa yritys saa tulorahoituksen avulla, mutta usein tämä omistajille mieluisin rahoitusmuoto ei ole riittävä johtuen muun muassa tulojen ja menojen eriaikaisuudesta, minkä vuoksi yritys tarvitsee rahoitusta myös muista lähteistä. Yrityksen omistajien yritykseensä sijoittama pääomapanos on erityisesti perustamisvaiheessa tärkeä rahoituksen lähde ja usein myös ehto vieraan pääoman saamiselle.

Markkinaehtoista ulkoista omaa pääomaa yritys voi hankkia osakeannin avulla eli myymällä osakkeita sijoittajille. Osakeanti toteutetaan yleensä monenkeskisellä markkinapaikalla First North Finlandissa tai osakepohjaisen joukkorahoituksen avulla. Yritys voi käyttää rahoituslähteenään myös pääomasijoituksia, jotka tehdään ensisijaisesti oman pääoman ehtoisina.

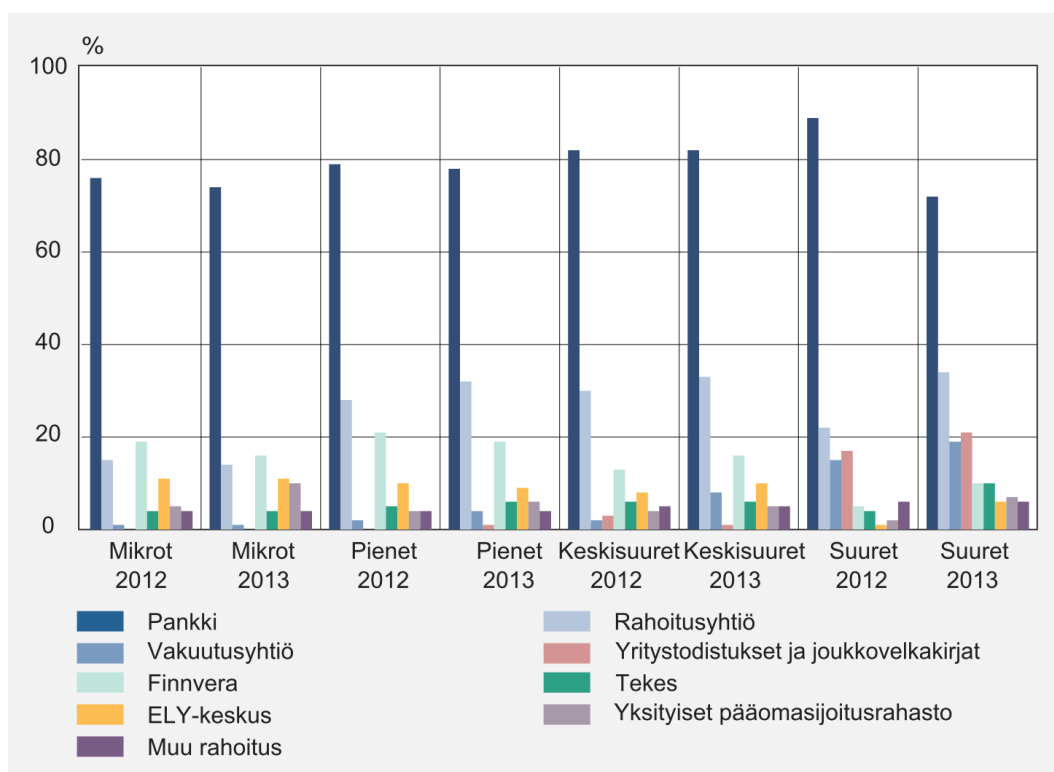
Joukkovelkakirjoja myymällä yritys voi kasvattaa markkinaehtoisen vieraan pääoman määrää, kun joukko sijoittajia ostaa liikkeelle laskettuja arvopapereita eli lainaa yritykselle rahaa. Velkarahaa voi hakea toteuttamalla joukkovelkakirja-annin First North Finlandissa, laskemalla liikkeelle ryhmäjoukkovelkakirjalainan tai hyödyntää yrityslainamuotoista joukkorahoitusta. Perinteinen joukkovelkakirjarahaus on soveltunut aikaisemmin pääasiassa suurten yritysten rahoitustarpeisiin, sillä velkakirjojen käyttö vaati käytännössä yritykseltä tiettyä minimikokoa. Nykyään pk-yrityksille on olemassa sopivia joukkovelkakirjarahoituksen muotoja, jotka ovat kevyempiä kustannuksiltaan ja edellyttävät vähemmän dokumentaatiota.

Julkisella rahoituksella tuetaan elinkelpoisia, kilpailukykyisiä ja talouden uudistumista tukevia yrityksiä, jotka eivät ole onnistuneet saamaan markkinaehtoista rahoitusta. Julkisten varojen kohdentamista kasvuyrityksiin¹ perustellaan niiden potentiaalilla luoda merkittävästi työpaikkoja, kasvua ja uusia innovaatioita sekä tuottaa näin positiivisia ulkoisvaikutuksia muualle yhteiskuntaan ja mahdollisesti myös muihin yrityksiin. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2013, 66.; Rainio, 2009, 26–27.) Keskeisiä julkisia rahoittajia ovat Finnvera, Tekes, Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskus (ELY-keskus), Suomen Teollisuussijoitus, EU ja Garantia. Julkiset rahoittajat tarjoavat yrityksille sekä oman- että vieraanpääoman ehtoista rahoitusta. Tyypillisiä rahoitusmuotoja ovat avustukset, lainat, takaukset ja pääomasijoitukset.

¹Kasvuyrityksessä työllisyys on ajanjakson alussa vähintään 10 henkilöä, minkä jälkeen seuraavan kolmen vuoden aikana henkilöstön kasvu on yli 20 % vuodessa (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2013, 66).

2.3 Pk-yritysten rahoitusrakenne ja rahoituksen riittävyys

Suomessa sekä eurolueella toimivien pk-yritysten rahoituksen hankintaa, rahoitusongelmia sekä rahoituksen saatavuutta ja hintaa selvitetään säännöllisesti erilaisten tutkimusten avulla. Ne tuottavat tietoa yritysten rahoitustilanteesta, rahoituksen katvealueista, kehittämistarpeista ja muutostrendeistä. Pk-yritysten² rahoituslähteiden käyttöä on tutkittu vuosittain yritysrahoituskyselyn avulla, jonka uusimmat tulokset on esitetty kuvassa 2.3. (IROResearch Oy, 2013.)



Kuva 2.3: Yritysten ulkoisen rahoituksen lähteet (IROResearch Oy, 2013, 9)

Pankkirahoitusta oli kyselyn mukaan saanut noin 80 % kaikista rahoitusta hankkineista yrityksistä. Pankkirahoitusta käyttäneiden yritysten määrä oli hieman pienentynyt edellisen vuoden kyselyyn verrattuna ja yritysten rahoitusrakenne on monipuolistumassa. Silti pk-yritysten rahoituksen lähteet ovat keskittyneet rahoituslaitoksiin. (IROResearch Oy, 2013.)

²Pk-yritykset: henkilöstö < 250 hlö, liikevaihto < 50 milj. euroa tai taseen loppusumma < 43 milj. euroa (Euroopan komissio, 2014b).

Joukkovelkakirjat ovat olleet pääosin suurten³ yritysten rahoitustapa ja niiden käyttö on ollut pienillä⁴ ja keskisuurilla yrityksillä molempina vuosina vähäistä. Tulevina vuosina on kiinnostavaa seurata, kasvaako tämän rahoituslähteen osuus pk-yritysten rahoituslähteenä joukkovelkakirjamarkkinoiden uudistusten jälkeen. Yksityisten pääomasijoittajien pääomapanostukset pk-yrityksiin kasvoivat. Tämä rahoitustapa on suhteellisesti tärkeämpi mikro-yrityksille⁵, joista kymmenesosa sai pääomasijoitusrahoitusta vuonna 2013. (IROResearch Oy, 2013.)

Julkisen tuen merkitys on edelleen yritysrahoituksessa suuri rahoitusmahdollisuuksien monipuolistumisesta huolimatta. Pk-yritykset saivat merkittävimmän osan julkisesta rahoituksesta Finnveralta ja toiseksi eniten ELY-keskukselta. Kun tarkastellaan Finnveralta, Tekesiltä ja ELY-keskukselta rahoitusta saaneiden yritysten yhteismäärää, nousee julkista rahoitusta saaneiden yritysten osuus 40 %:in. Nykyisen kehityspolitiikan mukaan valtion merkittävin tehtävä rahoituksen tarjonnan sijaan olisi kuitenkin suotuisan toimintaympäristön rakentaminen, jotta julkinen rahoitus ei syrjäyttäisi yksityisiä sijoituksia. (IROResearch Oy, 2013; Rainio, 2009, 53-54.) Toivottavaa kehitystä olisi, että julkisen tuen osuutta yritysten rahoituksessa voitaisiin pienentää ja yksityisen rahoituksen osuus suurenisi.

Pk-yritysten rahoituslähteiden riittävydestä sekä rahoituksen saatavuudesta on eri mielteitä riippuen siitä, kenen näkökulmasta asiaa tarkastellaan. Yrityssektorin edustajien viesti on, että rahoitusta ei ole riittävästi saatavilla. Yritysrahoituskyselyn mukaan viidesosa pk-yrityksistä ilmoitti kokeneensa jonkinlaisia rahoituksen hankintaan liittyviä ongelmia (IROResearch Oy, 2013). Rahoitusalan toimijat puolestaan näkevät, että hyvät yritykset ja hankkeet saavat riittävästi rahoitusta eri lähteistä, ja osa hakijoista jää ilman rahoitusta, koska rahoitusmarkkinoiden tuleekin karsia heikkotuottoisia tai liian riskialttiita hankkeita. Media ja virkamiehistö valitsee näiden ääripäiden väliltä oman kantansa.

³Suuret yritykset: henkilöstö > 250 hlö, liikevaihto > 50 milj. euroa tai taseen loppusumma > 43 milj. euroa (Euroopan komissio, 2014b).

⁴Pienet yritykset: henkilöstö < 50 hlö, liikevaihto < 10 milj. euroa tai taseen loppusumma < 10 milj. euroa (Euroopan komissio, 2014b).

⁵Mikroyritys: henkilöstö < 10 hlö, liikevaihto < 2 milj. euroa tai taseen loppusumma < 2 milj. euroa (Euroopan komissio, 2014b).

Asiantuntijat puolestaan pyrkivät muodostamaan näkemyksensä asiasta kuulemalla eri osapuolten näkemyksiä tutustumalla esimerkiksi kyselytutkimuksiin ja tilastoihin.

Edellä huomattiin, että pk-yritysten rahoitus on pankkikeskeistä. Tarkastellaan seuraavaksi tämän rahoitusmuodon riittävyttä ja hintaa. Hyytinen (2013) vertaili Suomen ja euroalueen pk-yritysten pankkirahoituksen saatavuutta Euroopan keskuspankin säännöllisesti keräämän kyselyaineiston avulla. Aineisto alkaa Hyytisen tutkimuksessa vuoden 2011 huhtikuusta ja päättyy vuoden 2013 maaliskuuhun. Tulosten mukaan 87 % suomalaisista pk-yrityksistä ilmoitti saaneensa tavoittelemansa pankkirahoituksen kokonaan tai melkein kokonaan. Euroalueella näin ilmoitti keskimäärin noin 70 % yrityksistä. Suomessa pankkirahoituksen saatavuus on siis selvästi euroalueen keskiarvoa parempi. Myös niin kutsutut lannistuneet luotonhakijat ovat Suomessa harvinaisia. Kyselyä edeltäneen kuuden kuukauden aikana noin prosentti pk-yrityksistä jätti hakematta pankkilainaa, koska yritykset arvelivat ettei lainaa myönnettäisi.

Tutkielmaan haluttiin myös uusinta tietoa pankkirahoituksen saatavuudesta, minkä vuoksi tuoreimmat tiedot tarkistettiin samasta Euroopan keskuspankin aineistosta. Ajanjaksolla 4/2014–9/2014 suomalaisista pk-yrityksistä noin 84 % sai haluamansa rahoituksen pankista kokonaan tai melkein kokonaan. Pankkirahoituksen saatavuus on siis Hyytisen tutkimuksen jälkeen laskenut kolme prosenttiyksikköä. Muulla euroalueella vastaava osuus yrityksillä on noin 72 % eli noussut hieman Hyytisen tuloksiin verrattuna. Tästä aineistosta käy myös ilmi, että noin 5 % yrityksistä kieltäytyi itse vastaanottamasta lainaa liian korkean marginaalin vuoksi ja pankki puolestaan hylkäsi noin 9 % lainahakemuksista. (Euroopan keskuspankki, 2014.)

Kun verrataan yritysluottojen kesikorkoja koko euroalueella, luottojen korot olivat Suomessa joulukuussa 2014 selvästi matalammat, kuin euroalueella keskimäärin. Suomen yritysluottojen kesikorko oli 1,99 %, kun taas euroalueella se oli 2,78 %. Suomen yrityslainojen kesikorot kuuluivat edullisimpien joukkoon euroalueella. (Karhinen, 2015a.)

Pk-yritysten pankkirahoituksen saatavuus arvioidaan edellisten tietojen perusteella hyväksi ja hinta kohtuulliseksi. Pankkirahoituksen lisäksi yritykset voivat hakea muita rahoituslaitoslainoja, markkinaehtoista rahoitusta ja julkista rahoitusta. Näin ollen pk-yritysten rahoituksen saatavuus näyttää kokonaisuudessaan hyvältä ja riittävältä, mutta yrittäjien

viesti rahoitusongelmista täytyy myös huomioida. Hyvien yritysten rahoituksessa voi olla katvealueita ja näitä pyritään erityisesti vaihtoehtoisin rahoituslähtein kattamaan.

3 Vaihtoehtoiset rahoituslähteet

3.1 Arvopaperit

Tässä luvussa käsitellään pk-yritysten rahoitusta joukkovelkakirjojen (jvk), osakeantien ja pääomasijoituksien avulla. Luku aloitetaan näiden rahoituslähteiden käsitelmäärittelyillä. Tämän jälkeen tarkastellaan rahoituslähteiden soveltuvuutta pk-yritysten rahoitustarpeisiin. Tarkastelu suoritetaan tutkimalla rahoitustapojen yhtäläisyyksiä ja eroavuuksia rahoituskellisten ja strategisten motiivien näkökulmista. Rahoitusmuodon valintaan vaikuttaa keskeisesti myös haetun rahoituksen määrä, yritysprofili ja potentiaaliset rahoittajat. Näiden tietojen perusteella luvun lopussa analysoidaan, millaisten pk-yrityksien rahoitukseen arvopaperirahoituksen eri muodot soveltuvat parhaiten.

Joukkovelkakirjat eli bondit ovat yleiseen liikkeeseen laskettuja haltijapapereita, joissa lainan kokonaismäärä on jaettu moniin pieniin sijoitusyksiköihin. Velkojia yhdellä joukkovelkakirjalla on yleensä 10–100 ja lainan maturiteetti on tyypillisesti 3–7 vuotta. Joukkovelkakirjoja on monen tyyppisiä, mutta tavanomaisesti yritys sitoutuu maksamaan sijoittajille ennalta sovittuja korkomaksuja ja laina-ajan päättyessä lainan nimellisarvon. Sijoitusyksikön koosta riippuen rahoittajiksi tavoitetaan joko yksityis- tai instituutiosijoittajia. Joukkovelkakirjat ovat jälkimarkkinakelpoisia velkasitoumuksia eli niitä voi ostaa ja myydä kolmannelle osapuolelle ilman, että siitä tulisi ilmoittaa velalliselle. (Kanniainen, 2013, 26, 29; Knüpfer & Puttonen, 2009, 83.)

Yhtiö voi hankkia uutta osakepääomaa suorittamalla uusmerkintäannin, jotka jaetaan listautumisanteihin ja listautumisen jälkeisiin osakeanteihin. Listautumisannissa yritys myy ensimmäistä kertaa osakkeitaan yleisölle ja annin jälkeen yhtiö noteerataan pörssissä tai monenkeskisellä markkinapaikalla. Osakkeet ovat oman pääoman ehtoista rahoitusta, jota yrityksen ei lähtökohtaisesti tarvitse maksaa osakkaille takaisin. Osakeyhtiössä korkeinta päätösvaltaa käyttää yhtiökokous, jossa päätökset tehdään enemmistöperiaatteella.

Osakeyhtiö voi jakaa vuosittain osinkoa osakkaille heidän osakeomistuksensa suhteessa virallisen tilinpäätöksen osoittamasta voitosta. (Niskanen & Niskanen, 2007, 13, 25.)

Pääomasijoittaminen määritellään ammattimaisten pääomasijoitusrahastojen tai muiden institutionaalisten sijoittajien tekemiksi yleensä oman pääoman ehtoiksi tai omaan pääomaan sidonnaisiksi investoinneiksi listaamattomiin yrityksiin. (Lauriala, 2008, 148.) Pääomasijoittamiseen lukeutuu alkavien, innovatiivisten ja korkeariskisten yritysten rahoittaminen (venture capital) sekä kaikkeen pääomasijoittamiseen viittaava private equity-sijoittaminen (Lauriala, 2004, 19). Lisäksi käytetään käsitettä buyout-markkinat, joilla tarkoitetaan pääomasijoittajien rahoittamia erityyppisiä yritysostoja, paljon pääomaa vaativia laajennushankkeita sekä yritysten tervehdyttämisiä. Buyout-markkinoilla sijoituskohteet ovat kassavirtaposiitivisia ja liiketoimintakonseptinsa osalta vakuuttavasti toimivia yrityksiä, joihin liittyy vähemmän epävarmuutta. Siksi myös sijoittajien tuotto-odotukset ovat matalammat, ja rahoitus on yrityksille edullisempaa kuin venture capital-rahoitusta haettaessa. (Lauriala, 2004, 19–20.) Pääomasijoitusrahastojen lisäksi oman pääoman ehtoista rahoitusta tarjoavat myös yksityiset pääomasijoittajat, joita ovat varakkaat yksityishenkilöt eli niin sanotut enkelisijoittajat (Suomen Bisnesenkelit ry, 2014).

Osake- ja joukkovelkakirja-antien sekä pääomasijoitusten sopivuutta eri tyyppisille yrityksille voidaan tutkia erittelemällä motiiveja näiden rahoituslähteiden käyttöön. Motiivit liittyvät rahoituslähteiden hyviin ominaisuuksiin yrityksen näkökulmasta katsottuna. Tutkimisessa hyödynnettiin soveltuvien osin Perttulin (2012, 10–12) tapaa ryhmitellä rahoituslähteen käyttöön liittyviä motiiveja eri pääluokkiin. Perttuli tutki yritysten listautumismotiiveja First Northiin ja hänen luomaansa motiivien luokittelusta koostuvaa teoreettista viitekehystä sovelletaan osakkeiden lisäksi tässä tutkielmassa myös muihin arvopapereihin. Pk-yritysten arvopapereiden käyttöön liittyviä motiiveja voidaan luokitella rahoituksellisiin ja strategiaan motiiveihin. Rahoituksellisista motiiveista voidaan erotella rahoitukselliset sekä pääomarakenteeseen liittyvät perusteet ja strategiaan motiiveihin lukeutuvat yrityksen imagohyödyt sekä muut strategiset perusteet. Näitä arvopaperirahoitukseen liittyviä motiiveja esitellään taulukossa 3.1.

Taulukko 3.1: Motiiveja pk-yritysten arvopaperirahoitukseen (*)

Arvopaperi- tyyppi	Rahoitukselliset perusteet	Pääomarakenne tavoitteet	Imagohyödyt/ tunnettuus	Muut strategiset perusteet
Joukkovelkakirjat Osakkeet Pääomasijoitukset	Rahoitustarve: kasvu, investoinnit ja toiminnan kehittäminen Rahoituksen hankin- nan monipuolistaminen Jvk usein kerta- lyhenteinen, pääoma- sijoitukset ja osakkeet ei takaisinmaksua → kassavirran teho- kas hyödyntäminen	Optimaalinen pääomarakenne: minimoi kustannukset ja maksimoi tuotot	Suurempi sijoittajahuomio	Strategiaan liittyvien investointien/ kasvun toteutus
Joukkovelkakirjat Osakkeet	Laaja sijoittaja- joukko → riippu- mattomuus kasvaa Listatut arvopaperit likvidimpiä → lisää sijoittajien kiinnos- tusta ja pääoman määrää		Suurempi asiakashuomio, uskottavuus näkyvyys ja arvostus → myynnin kasvu	Kansainvälistyminen → haetaan pää- omaa kotimaisten sijoittajien lisäksi myös ulkomaalaisilta sijoittajilta.
Joukkovelkakirjat	Pitkä maturi- teetti ja kiinteä korko → suojaa korkovaihteluilta. Tyypillisesti vakuudeton	Velan vipuvaikutus → korkeammat tuotot kannattavina aikoina VPO:n korot ovat verovähennyskelpoisia.		Määräysvaltaa ja voittoja ei tarvitse luovuttaa ulkopuolisille.
Osakkeet	Vaikutukset VPO:an/ paremmat luottoehdot OPO:n joustavuus suhteessa VPO:an.	Taseen vahvista- minen ja tasapai- nottaminen/velka- rahan supistaminen Luottoluokituksen parantaminen		First North ponnahduslauta päälistalle Markkina-arvon muodostuminen → yritysjärjestelyt ja fuusiot
Pääomasijoitukset	Usein reaalivakuudet ja kannattavuus puut- tavat → OPO on tärkeä investointien rahoittamiseksi ja riskien hallintaan.	Taseen vahvista- minen ja tasa- painottaminen → edistää velka- rahan saamista paremmin ehdoin.	Pääomasijoittajan mukanaolo tuo uskottavuutta. Pääomasijoittaja voi neuvotella muiden sijoittajien kanssa rahoituspaketin.	Pääomasijoittajan osaa- minen ja kontaktit ovat apuna strategiatyössä. Tuotekehitys tai innovaatioiden kaupallistaminen → yrityksen kasvu Yrityskaupat kasvu- strategian toteutuksessa

(*) Osakkeet ja joukkovelkakirjat: Listautuminen sekä ammin liikkeellelasku suoritetaan First Northissa.

Taulukko toimii analyysin välineenä ja sen avulla pystytään tarkastelemaan arvopapereiden yhteisiä ominaisuuksia sekä kunkin rahoitustavan erityispiirteitä. Kaikilla esitellyillä arvopapereilla pyritään kattamaan yrityksen rahoitustarvetta. Tällöin arvopapereiden käytön rahoitukselliset perusteet liittyvät yleensä yrityksen kasvuun, investointeihin ja liiketoiminnan kehittämiseen. Tärkeä rahoituksellinen peruste on myös rahoituksen hankinnan monipuolistaminen, mikä edistää yrityksen rahoituksellista riippumattomuutta. (Perttuli, 2012, 19, 43–44.) Lisäksi mahdollisuus kassavirran tehokkaaseen hyödyntämiseen puoltaa arvopapereiden käyttämistä pk-yritysten rahoituksessa. Osake- ja pääomasijoitusrahoitus eivät velvoita pääoman takaisinmaksuun. Joukkovelkakirjoissa laina sovitaan usein bullet-lainaksi, jolloin lainan lyhennys tapahtuu kertasuorituksena laina-ajan lopussa. (Leino, 2014, 36.)

Pääomarakenteeseen liittyvät tavoitteet tarkoittavat, että yritykset pyrkivät tiettyyn suhteeseen oman ja vieraan pääoman välillä. (Perttuli, 2012, 12–18.) Kaikilla arvopaperityypeillä voidaan tukea optimaalisen pääomarakenteen saavuttamista, joka minimoi kustannukset ja maksimoi tuotot. Listautuminen, ryhmäjoukkovelkakirja-anti sekä pääomasijoitusrahoituksen saaminen tukevat yrityksen strategisia tavoitteita, sillä ne lisäävät yrityksen tunnettua, parantavat imagoa sekä johtavat suurempaan sijoittajahuomioon. Myös strategiaan liittyvät investoinnit voivat vaatia lisärahoitusta, kun tulorahoitus ja omistajien varallisuus eivät yksinään tai yhdessä enää riitä hankkeen toteuttamiseen.

Joukkovelkakirjojen käytön rahoitukselliset ja yrityksen pääomarakenteeseen liittyvät perusteet ovat moninaiset. Joukkovelkakirjarahoitusta voidaan neuvotella luonteeltaan pitkäaikaiseksi ja korko kiinteäksi, mikä luo suojan korkovaihtelua vastaan. Joukkovelkakirjalaina on tyypillisesti vakuudeton, kun taas esimerkiksi pankkilainaan tarvitaan yleensä lainatakaus. Taloudellisesti kannattavina aikoina voidaan velkarahoituksen avulla vivuta tuottoja korkeammiksi. Yrityksen kuluja puolestaan vähentää vieraan pääoman korkojen verovähennysoikeus. Joukkovelkakirjarahoitusta palvelee yrityksen strategisia näkökulmia, kun päätösvalta ja arvonnousun seurauksena syntyneet voitot halutaan pitää yrityksen alkuperäisillä omistajilla. (Kanniainen, 2013, 29; Nasdaq OMX Nordic, 2014; Leino, 2014, 36.)

Vieraan pääoman käyttö velvoittaa yritystä maksamaan korkoja ja lyhentämään lainaa

joukkovelkakirjalainen ehtojen mukaan. Sitä vastoin sijoittajille vakaa korkotuotto näytetään joukkovelkakirjalainan hyvänä puolena ja voi siksi olla kiinnostava, kohtuullisen riskin sisältävä sijoitusvaihtoehto. Sijoitus sisältää kuitenkin riskin, että lainaava yhtiö ei pystykään suoriutumaan lainavelvoitteistaan. Riskin suuruus määrittää lainan koron, johon vaikuttavat myös velkaantuneen yrityksen valvonnasta aiheutuvat agenttikustannukset. Riskin toteutuessa vieraan pääoman kuluiksi muodostuvat rahoittajille luottotappiot ja konkurssikustannukset erityisesti omistajille.

Osakerahoituksen käyttäminen luo joustavuutta yrityksen rahoitusrakenteeseen vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen verrattuna. Keskeinen pääomarakennetavoite on oman pääoman määrän kasvattaminen ja velkaraahoituksen osuuden supistaminen, mikä vahvistaa listautuvan yrityksen taserakennetta ja parantaa yrityksen luottoluokitusta. Luotonantajan näkökulmasta vipuvoimaansa vähentänyt yritys on turvallisempi lainanottaja, mikä lisää lainan myöntämisen todennäköisyyttä, keventää agenttikustannuksia sekä sen myötä lainaehtoja. Yrityksen konkurssimahdollisuus pienenee oman pääoman kasvun myötä, mikä keventää rahoittajien lainalle määräämää riskipreemiot. Tunnettuuden nähdään lisäävän osakkeen hintaa, jonka on havaittu olevan sitä korkeampi, mitä useampi sijoittaja oli tietoinen yrityksen olemassaolosta ja sen tarjoamista arvopapererista. (Perttuli, 2012, 11–25.)

Yrityksen listautuessa sen osakkeille muodostuu markkina-arvo, mikä liittyy osakerahoituksen strategiaan perusteisiin. Markkina-arvon muodostumisen jälkeen osakkeita voidaan käyttää maksuvälineenä tulevilla yrityskaupoilla, -järjestelyillä ja -fuusioilla, jolloin niiden läpivienti voi helpottua. First Northiin listautuvilla yrityksillä keskeinen strateginen tavoite voi olla siirtyminen monenkeskisen markkinapaikan kautta pörssiin. Mikäli yritys tavoittelee pörssilistausta, First North nähdään ponnahduslautana ja ensiaskeleena kohti päämarkkinoita. First Northissa yritys voi hankkia päämarkkinoille siirtymiseen tarvittavaa kokemusta ja helpottaa myöhempää listasiirtoa, koska kauppapaikan infrastruktuuri, toimintamekanismit ja jakeluverkostot ovat yhtenäisiä Pohjoismaisen pörssin kanssa. (Perttuli, 2012, 19–21, 43–44, 55.)

Osakkeiden ja joukkovelkakirjojen listautuminen ja liikkeellelasku voidaan Suomessa toteuttaa Helsingin arvopaperipörssin päälistalla eli säännellyllä markkinalla tai päälistan

ulkopuolella pörssin ylläpitämässä monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä First North Finlandissa. Arvopaperipörssissä sovellettava sääntely pohjautuu EU-direktiiveihin, jotka on implementoitu arvopaperimarkkinalakiin (Finanssivalvonta, 2014a, 26). Monenkeskinen kaupankäynti on kevyemmin säännelty sijoituspalvelu vaihtoehtona säännellyille markkinoille (Kanniainen, 2013, 50). Kevyemmän sääntelyn vuoksi listautuminen, annin toteuttaminen ja listalla olo on monenkeskisellä markkinapaikalla huomattavasti edullisempaa kuin päälistalla, minkä vuoksi First North soveltuu paremmin pk-yrityksien arvopapereiden markkinapaikaksi. First North -yritykset eivät kuitenkaan voi kutsua itseään pörssiyrityksiksi, vaikka niiden osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena. First North -listautuminen muodostaa joukkovelkakirjarahoituksen ja osakeannin välille joukon yhteisiä rahoituksen käyttöön liittyviä perusteluita.

Listautumisen rahoituksellisiin perusteisiin kuuluvat likvidisyys ja rahoituksellisen riippumattomuuden lisääntyminen. Likvidisyys lisää sijoittajien kiinnostusta, koska se tarjoaa paremmat mahdollisuudet sijoitusten hajauttamiseen ja yrityksestä irtautumiseen. Teorian mukaan listautuminen vähentää agenttikustannuksia, koska yritys antaa liiketoiminnastaan enemmän julkista informaatiota sidosryhmille. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan yritykseen on myös ulkopuolisten rahoittajien helpompi sijoittaa, minkä seurauksena rahoituksen saatavuus paranee. Yrityksen riippuvuus yksittäisistä rahoittajista pienenee, kun rahoitus kerätään laajalta sijoittajajoukolta. (Perttuli, 2012, 11–16, 19, 43–44.)

Listautumalla yritys saa myös brändilleen näkyvyyttä ja uskottavuutta eli imagohyötyjä. Listautuminen voi herättää instituutio- ja piensijoittajien huomion sekä kiinnostaa myös mediaa ja muita sidosryhmiä. Tällöin listautuminen voi toimia mainos- ja markkinointikeinona. Julkisuus, maineen vahvistuminen, arvostus ja uskottavuus ovatkin sijoittajahuomion lisäksi tärkeitä perusteluja listautumiselle. Listautuminen tekee yrityksestä ja sen tuotteista tunnetumpia ja lisääntynyt tunnettuus puolestaan edistää tuotteiden myyntiä. Julkisuus voi edistää liiketoiminnan kotimaista kasvua sekä myös laajentumista kansainvälisille markkinoille. (Perttuli, 2012, 23–25.; Nasdaq OMX Nordic, 2014; Finanssivalvonta, 2014a, 26.) Listautuminen on usein osa yrityksen kansainvälistymisstrategiaa, jolloin varoja haetaan kotimaisten sijoittajien lisäksi myös kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta.

Listautuminen aiheuttaa yritykselle kustannuksia erilaisten tiedonantovelvoitteiden ja

mahdollisten sopimusvelvoitteiden muodossa. Lisäksi merkittävän menoerän muodostavat listalle rekisteröintimaksu, vuosimaksu ja annin toteutuksessa käytettävät välttämättömät muut palvelut. Antiin liittyy epäonnistumisen riski, mikä täytyy huomioida mahdollisena kustannuksena. Pääsääntönä on, että arvopapereiden liikkeellelaskun kustannukset eivät saisi ylittää rahoituksesta saatavaa hyötyä. (Kanniainen, 2013, 57–59.) Taulukko 3.2 havainnollistaa, miten First North eroaa velvoitteiden, hyötyjen ja haittapuolien osalta päämarkkinasta.

Taulukko 3.2: Suomen säännellyn markkinan ja monenkeskisen markkinapaikan vertailua

	Päämarkkina	First North
Osakeyhtiö	Julkinen	Yksityinen tai julkinen
Esite	Finanssivalvonnan hyväksymä EU-esite	Yhtiöesite, kun haetaan < 5 miljoonaa euroa
Jatkuva	Kyllä	Kyllä
tiedonantovelvollisuus		
Säännöllinen	1/4-vuosittain	1/2-vuosittain
tiedonantovelvollisuus		
Tilinpäätös	IFRS	FAS
Hyväksytty	Ei	Kyllä
neuvonantaja		
Edut	Tunnettuus, luotettavuus sijoittajien määrä ja rahoituksen saatavuus	Kustannustehokas ja helppo listautuminen sekä kevyemmät vaatimukset
Haitat	Korkeat kustannukset, enemmän ilmoitus- velvollisuuksia ja vaatimuksia	Vaikka on edullisempi, vaatii huomattavia resursseja. Voi olla epälikvidi ja vähemmän läpinäkyvä.

First Northissa listautumisvaatimukset ja siten myös kustannukset ovat kevyemmät kuin päälistalla (Nasdaq OMX Nordic, 2014; Finanssivalvonta, 2014a, 26). First Northissa yhtiö ei tarvitse julkista riskiprofilin määrittystä, se voi laatia kevyemmän yhtiöesitteen ja listausprosessi on yksinkertainen. Lisäksi yhtiön on julkistettava osavuositarkastus puolivuositain ja se saa laatia tilinpäätöksen suomalaisen kirjanpitolain (eng. Finnish accounting standards, FAS) mukaisesti. Listautuva yritys voi olla yksityinen osakeyhtiö. First Northissa kevyempi yhtiöesite riittää, kun yhtiö tarjoaa velkakirjoja yleisön merkittäväksi Euroopan

talousalueella 12 kuukauden aikana alle 5 miljoonalla eurolla. Suuremmatkin annit ovat mahdollisia, mutta tällöin yhtiön velvoitteet ja kustannukset lisääntyvät.

Dokumentaation helpottamiseksi First Northiin listautuville yhtiöille on laadittu malliehdot eli mallidokumentti liikkeellelaskusta, johon yritykset voivat lisätä antikohtaiset tarkemmat tiedot (Malliehdot valmistellut työryhmä, 2013). Malliehtojen tavoitteena on alentaa pienten yritysten kynnystä lähteä joukkovelkakirjamarkkinoille (Finanssivalvonta, 2014b). Lisäksi standardidokumentaatio vähentää liikkeellelaskun transaktiokustannuksia ja on muissa maissa lisännyt ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta antia kohtaan (Kanniainen, 2013, 61–65.)

Yhtiön rekisteröinti First Northiin maksaa 5 400 euroa. Tämän lisäksi yhtiön tulee maksaa hyväksytyn neuvonantajan sekä yhtiöesitteen laatimisen kustannukset, arvopaperikeskukseen maksut, mahdollisen oikeudellisen neuvonantajan kustannukset sekä listan ylläpitäjän vuosimaksu. (Nasdaq OMX Nordic, 2014.) Näiden maksujen suuruus vaihtelee yhtiöittäin. Listautumisen jatkuviin kustannuksiin kuuluvat myös sääntelyn noudattamisen hallinnolliset kulut. Vaikka First North on päälistaan verrattuna merkittävästi edullisempi, vaatii se silti pk-yrityksen näkökulmasta huomattavan määrän resursseja. Vähäisen likviditeetin ja korkean luottoriskin vuoksi sijoittajat vaativat pk-yritystä rahoittaessa korkean koron. (Kanniainen, 2013, 80.; Finanssivalvonta, 2014a, 28.; Finanssivalvonta, 2011.)

Monenkeskistä kaupankäyntiä koskeva sääntely perustuu kansalliseen lainsäädäntöön sekä pörssin sääntöihin. Säänneltyjen markkinoiden tapaan First Northia koskee toiminnan luotettavaa järjestämistä koskevat velvoitteet, kaupankäynnin järjestämistä ja valvontaa koskevat säännökset sekä markkinoiden väärinkäytön kieltö. First Northissa käytävää kauppaa valvotaan samalla tavalla kuin pörrikauppaa eli valvonnan suorittaa kaupankäynnin järjestäjä Nasdaq OMX Helsinki sekä Finanssivalvonta. (Finanssivalvonta, 2011, 2-4.) Riittävän sääntelyn vuoksi First North arvioidaan luotettavaksi ja turvallisiksi kaupankäyntipaikaksi.

Markkinoille voi kuitenkin mennä myös listautumattomana, kun kustannuksia on jakamassa useampi yritys. Ryhmäjoukkovelkakirjalaina on uusi tuote nimenomaan pk-yritysten rahoitustarpeisiin, sillä tässä lainassa liikkeeseenlaskijoita on yhden sijasta useampia. (Kanniainen, 2013.) Toteutettujen ryhmäemissioiden koko on ollut 40–70 miljoonaa euroa,

jolloin yksittäisten yritysten lainaosuudet ovat olleet 5–10 miljoonaa euroa. Garantian takaus ja ryhmäjoukkovelkakirjalainan aktiivinen markkinointi sekä kotimaisille että ulkomaisille instituutiosijoittajille ovat johtaneet onnistuneisiin myynteihin. (Garantia, 2014a.)

Pääomasijoitusrahoitus, joka toteutetaan yleensä oman pääoman ehtoisen riskirahoituksen muodossa, on erityisen tärkeä nuorten innovatiivisten yritysten rahoitusmuoto. Näillä yrityksillä on usein ongelmia vieraan pääoman saamisessa heikon kannattavuuden ja vakusomaisuuden puuttumisen vuoksi. Lisäksi rahoittajien on erityisen vaikeaa arvioida kasvuyrityksiin liittyvää riskiä. Tämä johtuu muun muassa siitä, että innovaatioyritysten toiminta suuntautuu uusille, usein vielä melko tuntemattomille markkinoille, joiden kehitystä on vaikeaa ennakoida. Innovaatioyhtiöiden kehityskaareen kuuluvat säännönmukaisesti myös markkinointi ja tuotekehitykseen liittyvät epävarmuudet. Nämä ovat keskeisimmät rahoitukselliset perusteet oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimiseen nimenomaan pääomasijoitusten muodossa, koska listautuminen ei pienen koon vuoksi ole vielä yrityksen alku- ja kasvuvaiheessa mahdollista. (Lauriala, 2004, 17–18.)

Yrityksen näkökulmasta riskirahoittaja mahdollistaa yhtiön strategian mukaisen innovaatioiden kaupallistamisen ja yrityksen kasvun. Riittävät resurssit turvaavat toiminnan laajentamisen uusille markkinoille, markkinaosuuksien kasvattamisen, uusien teknologisten innovaatioiden kehittämisen, tuotannon tehostamisen kautta saatavien suurtuotannon etujen saavuttamisen ja muun toiminnan kehittämisen. (Lauriala, 2004, 14, 18.)

Pääomapanoksensa lisäksi pääomasijoittajat osallistuvat aktiivisesti strategiatyöhön tavoitteenaan kohdeyhtiön liiketoiminnan kehittäminen ja pyrkivät edistämään yhtiön arvonnousua puuttumatta päivittäiseen liiketoimintaan. Pääomasijoittaja voi toimia muun muassa yhtiön aktiivisena hallituksen jäsenenä, taloudellisena neuvonantajana, toimialan asiantuntijana, auttaa rahoitusjärjestelyissä ja kehittää johtamista sekä strategiatyötä. Lisäksi pääomasijoittajat toimivat usein yhteistyössä muiden rahoittajien kanssa, jolloin yritysten tarpeisiin voidaan luoda kokonainen pääomarakennetavoitteita tukeva rahoituspaketti. Pääomasijoittajan mukaantulo nostaa yrityksen imagoa ja edistää usein myös vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen järjestymistä etenkin, jos yrityksen taseasema on vahvistu-

nut merkittävästi pääomasijoitusrahoituksen myötä. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry ja PricewaterhouseCoopers Oy, 2014, 8.; Suomen Bisnesenkelit ry, 2014.)

Enkelisijoittajat investoivat omaa pääomaansa alkuvaiheen yrityksiin ja auttavat yritystä menestymään tarkoituksenaan myös hyötyä sijoituksestaan. Yleensä enkelisijoittajilla on takanaan tuloksellista yrittäjätoimintaa ja he voivat myös osallistua aktiivisesti yrityksen liiketoimintaan. Näin enkelisijoittajat tuovat pääomansa lisäksi myös osaamisensa ja kontaktiverkostonsa yrityksen käyttöön, mikä on yrityksille keskeinen strateginen peruste pääomasijoitusrahoituksen käyttämiseen. (Suomen Bisnesenkelit ry, 2014.)

Pääomasijoittaja ottaa suuren riskin rahoittaessaan alkuvaiheen yhtiötä, mutta näissä sijoituksissa on potentiaali myös suureen tuottoon. Kohdeyhtiö valitaan tarkasti rahoitusta hakevien yritysten joukosta ja sijoituskohteiksi halutaan yhtiöt, joilla on hyvät kasvumahdollisuudet ja kokenut, tavoitteellinen johtoryhmä. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry ja PricewaterhouseCoopers Oy, 2014, 13.) Pääomasijoittajien tuottovaatimus on korkea, noin 30–70 % välillä vuositasolla riippuen suhdanteista, toimialasta ja yhtiön kehitysvaiheesta. (Lauriala, 2004, 21–22.) Pääomasijoittaminen on korkean riskin sijoitustoimintaa, mikä ilmenee esimerkiksi siten, että suurin osa kohdeyhtiöistä epäonnistuu liiketoiminnan kasvattamisessa. Tuotto pääomasijoituksesta syntyy silloin, kun joku pääomasijoittajan kohdeyhtiöistä kasvaa ja menestyy huomattavan hyvin.

Sijoitus on määräaikainen, pääomasijoitusrahastoilla yleensä 5–10 vuotta ja enkelisijoittajilla 2–4 vuotta, jonka jälkeen pääomasijoittaja realisoi tuottonsa ja irtautuu yhtiöstä (Suomen Bisnesenkelit ry, 2014). Tyypillisimmät irtautumistavat ovat yrityskauppa, listautumisasianti, muu myyntitapahtuma tai sijoituksen epäonnistuessa kohdeyrityksen alaskirjaus (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry ja PricewaterhouseCoopers Oy, 2014, 8, 37–38.)

Yrityskauppa on yleisin irtautumismuoto johtuen siitä, että liiketoimintojaan täydentävä ostajayritys maksaa usein osakkeista enemmän, kuin sijoittajat listautumisannissa (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry ja PricewaterhouseCoopers Oy, 2014, 37–38.) Listautuessa yrityksellä on kuitenkin markkinatilanteesta riippuen mahdollisuus erittäin suuriin tuottoihin. Tämä irtautumistapa mahdollistaa sekä yrityksen itsenäisyyden säilyttämisen että jatkuvan pääsyn julkisille likvideille pääomamarkkinoille. (Lauriala, 2004, 201.) Muulla myynnillä tarkoitetaan esimerkiksi takaisinostoa, jossa yhtiö tai yrityksen johto lunastaa

pääomasijoittajan osakkeet. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry ja PricewaterhouseCoopers Oy, 2014, 37–38.) Lisäksi pääomasijoittaja voi irtautua omistuksestaan alkuperäistä suunnitelmaa aikaisemmin ja myydä omistuksensa toiselle pääomasijoittajalle.

Edellä kuvattiin motiiveja kunkin eri arvopaperityypin käyttämiseen. Näiden lisäksi sopivan rahoitusvaihtoehdon valintaan vaikuttaa keskeisesti yritysprofili, haettavan rahoituksen määrä sekä mahdolliset tulevat rahoittajat, mitä esitellään taulukossa 3.3.

Taulukko 3.3: Pk-yrityksien arvopaperirahoitus

Rahoituksen lähde	Motiivi	Yritysprofili	Rahoituksen määrä	Rahoittaja
Pääoma-sijoitukset	OPO on tärkeä investointien ja kasvun rahoittamisessa, kun reaalivakuudet ja kannattavuus puuttuvat. Pääomasijoittajan liiketoimintaosaaminen.	Potentiaalinen kasvuyritys, yrityskoko: mikro tai pieni yritys	Alku- ja kasvuvaihe: 10 000–150 000 € 100 000–500 000 €	Enkelisijoittajat Pääomasijoitusyhtiöt
	Yritysjärjestelyt	Kassavirtapositiiviset ja liiketoimintakonseptiltaan vakuutettavat pienet sekä keskikokoiset yritykset	Buyout: n. 1–10 milj. €	Pääomasijoitusyhtiöt
Osakeanti	OPO:lla vahvistetaan ja tasapainotetaan tasetta. Ponnahduslauta päällyställe	Kasvuhakuinen pieni tai keskikokoinen yritys	First North: < 5 milj. €	Kotimaiset ja ulkomaiset yksityissijoittajat
Joukkovelkakirja-anti	VPO vakuudetonta, maturiteetti pitkä, ja korko kiinteä. Strateginen liikkumavapaus	Kasvuhakuinen pieni tai keskikokoinen yritys	First North: < 5 milj. €	Kotimaiset ja ulkomaiset yksityissijoittajat
		Kasvuhakuinen keskikokoinen yritys	Ryhmäjävk-laina: listautumattomana n. 5–10 milj. €/yhtiö	Kotimaiset ja ulkomaiset instituutiosijoittajat

Pääomasijoitusrahoitus sopii rahoituslähteeksi suuren kasvupotentiaalin sisältäville innovatiivisille yrityksille, joiden liiketoimintaan sisältyy runsaasti riskejä ja epävarmuutta. Reaalivakuuksien ja kannattavuuden puuttuessa pääomasijoitusrahoituksen merkittävimmät edut ovat oman pääoman ehtoisen rahoituksen saaminen ja hyötyminen pääomasijoittajan liiketoimintaosaamisesta sekä mahdollisista kontakteista. (Lauriala, 2004, 14, 18.)

Yritysten rahoitustarpeet vaihtelevat muun muassa yhtiön kehitysasteen mukaan, mikä vaikuttaa myös pääomasijoittajien tarjoaman rahoituksen määrään. Aloitteleviin ja aikaisen vaiheen yrityksiin kohdistuvat sijoitukset ovat yleensä pienempiä, noin 100 000–500 000 euroa. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry ja PricewaterhouseCoopers Oy, 2014, 13.) Enkelisijoittajien tekemät sijoitukset soveltuvat parhaiten pieneen rahoitustarpeeseen, jolloin

tyypillinen sijoituksen määrä on 10 000–150 000 euroa (Suomen Bisnesenkelit ry, 2014). Buyout-markkinoilla pääomasijoituksien sijoitussummat ovat esimerkiksi 1–10 miljoonaa euroa, joilla rahoitetaan erilaisia yritysjärjestelyjä. Yleisimmin pääomasijoitusrahoituksella haetaan verrattain pieniä rahasummia yrityksen elinkaaren alkuvaiheessa.

Pääomasijoittaja kannattaa ottaa mukaan yritykseen silloin, kun yrittäjä ja pääomasijoittaja ovat yksimielisiä asetettavasta tavoitteesta. Rahoitustapaa harkittaessa nykyisten omistajien tulee arvoida, ovatko he valmiita vähentämään suhteellista omistustaan yrityksessä. Omistusosuuden väheneminen merkitsee yrittäjän määräysvallan ja voitto-osuuden kaventumista. Tuolloin tulee harkita, onko kannattavampaa omistaa pieni yritys kokonaan vai esimerkiksi puolet suuresta yrityksestä. Vaikka yrittäjän suhteellinen osakeomistus kaventuisikin pääomasijoituksen myötä, voi omistusosuuden arvo tulevaisuudessa olla paljon suurempi kuin ennen sijoitusta.

Osakeanti First Northissa sopii kasvuhakuiselle yritykselle, jonka rahoitustarve on alle 5 miljoonaa euroa. First Northissa kannattaa toteuttaa osakeanti silloin, kun tavoitteena on vahvistaa ensisijaisesti tasetta eikä ottaa lisää velkaa. Taseen tasapainottamisen jälkeen yrityksen luottoluokituksen parannuttua vieraan pääoman ehtoista rahoitustakin voi saada edullisemmin ja paremmin ehdoin. First Northiin liittyminen voi auttaa yrityksiä hankkimaan tarvittavaa kokemusta ennen siirtymistä päälistalle. Sijoittajiksi tällä markkinapaikalla valikoituu kotimaisia ja ulkomaisia yksityissijoittajia.

Listautuvan ja osakeannin toteuttavan yrityksen täytyy olla valmis hajauttamaan omistusta lisärahoituksen hankkimiseksi. Osakeannin myötä yhtiö saa suuren määrän uusia omistajia, jotka kaventavat alkuperäisten omistajien omistusosuutta. Mikäli alkuperäisillä omistajilla on annin jälkeen hallussaan valtaosa yrityksen osakkeista, heillä edelleen säilyy määräysvalta yhtiössä. Yrityksen voitot tai osuudet arvonnoususta jakautuvat kuitenkin myös uusille omistajille. Olennaista on, että yrityksellä on mahdollisuus kasvaa uuden rahoituksen turvin, joten pienempikin omistusosuus voi tuottaa nykyomistajille suuremman voiton.

Joukkovelkakirja-anti soveltuu kasvuhakuisen pk-yrityksen rahoitustavaksi, kun yhtiö tarvitsee lisää vieraan pääoman ehtoista, pitkäaikaista ja kiinteäkorkoista lainaa. Lainarahoituksen avulla yhtiö säilyttää strategisen liikkumavapauden, mutta on velvoitettu

pääoman palautukseen korkoineen. Korot ovat kuitenkin verovähennyskelpoisia. Anti kannattaa toteuttaa First Northissa, kun rahoitustarve on alle 5 miljoonaa euroa ja yhtiö näyttäytyy mielenkiintoisena sijoituskohteena kotimaisille ja ulkomaisille yksityissijoittajille. Listan ulkopuolella toteutettava ryhmäjoukkovelkakirja-anti soveltuu puolestaan 5–10 miljoonan euron lisärahoituksen hankintaan yritystä kohden. Anti suunnataan kotimaisille ja kansainvälisille instituutiosijoittajille.

3.2 Joukkorahoitus

Joukkorahoituksella tarkoitetaan yleensä suurelle yleisölle esitettäviä avoimia pyyntöjä kerätä varoja tiettyyn hankkeeseen. Pyyntöjen esittäminen ja hankkeen mainostaminen tapahtuu internetin tai sosiaalisen median välityksellä, mikä mahdollistaa suurten ihmisjoukkojen tavoittamisen. Nämä pyynnöt ovat voimassa vain tietyn ajan ja niitä rahoittavat usein yksityishenkilöt, joilta varat kerätään yleensä suhteellisen pieninä rahoitusosuuksina. Käsite 'joukkorahoitus' merkitsee ainoastaan rahoituskanavaa eli käytännössä tavallisesti verkkopalvelua, jonka avulla varojen kerääjät ja sijoittajat kohtaavat toisensa. Rahoituksen hakija laatii verkkopalveluun kampanjan, jossa hän markkinoi hankettaan kuvien, tekstimateriaalin ja yleensä myös videon avulla sekä mahdollisesti liittää tiedot kampanjasta sosiaalisen median eri kanaviin. (Euroopan komissio, 2014a, 3–4.)

Joukkorahoituksessa ideana on kerätä pienistä panoksista suuria summia kriittiseltä massalta ja rahoittaa hankkeita, jotka eivät muuten toteutuisi. Rahoittajat pystyvät pääomapanoksensa avulla vaikuttamaan, mitä hankkeita käynnistetään ja saavat tunteen hankkeeseen osallistumisesta. Joukkovoimaa hyödyntävää rahoitusmallia on käytetty jo kauan muun muassa musiikki- ja elokuva-alalla, mutta uutta on sen soveltaminen yrityksiin. Toimiala on Suomessa vielä nuori, mutta voimakkaasti kasvava. (Hannula, 2014, 4.)

Joukkorahoitus toteutetaan internetissä joukkorahoitusalustalla. Rahoitusta hakevat yritykset pyrkivät herättämään potentiaalisten rahoittajien kiinnostuksen markkinointikampanjalla. Kampanjan tulee antaa riittävät tiedot hankkeesta rahoituspäätöksen tueksi, minkä lisäksi hankkeen houkuttelevuutta lisätään usein esimerkiksi videomateriaalin ja kuvien avulla. Kampanjan aikana toteutetaan rahoituskierros, jonka tavoitesumma, kerättävä

minimisumma sekä ajallinen kesto ovat etukäteen määritelty. Rahoituskierros kestää tyypillisesti noin 2–3 kuukautta ja sen aikana voidaan kerätä varoja muutamasta tuhannesta eurosta aina 1,5 miljoonaan euroon saakka riippuen yritysten rahoitustarpeesta.

Rahoituskierroksen aikana kampanjasta kiinnostuneet voivat tutustua yritykseen sekä halutessaan ryhtyä rahoittajaksi, jolloin varat ohjautuvat sulkutilille. Joukkorahoitusta ei luokitella pankkitoiminnaksi, koska sijoitetut varat eivät ole rahoituksen välittäjän hallussa. Rahoituskierros onnistuu, jos sen minimitavoite saavutetaan eli sijoituksia tulee tarpeeksi. Tällöin varat ohjautuvat sulkutililta yritykselle ja vastineeksi rahoittajat saavat yritykseltä sovitun vastikkeen. Mikäli minimitavoitetta ei saavuteta, varat palautetaan sulkutililta sijoittajille.

Joukkorahoitus voidaan toteuttaa monin eri tavoin, jotka eroavat toisistaan toiminnallisesti ja taloudellisesti. Yritysten käyttämät joukkorahoitusmuodot voidaan jakaa kahteen pääluokkaan, joukkosponsorointiin ja joukkosijoittamiseen. Esitys ei ole tyhjentävä ja toisenlaisiakin luokitteluja käytetään, mutta tämä esitystapa arvioitiin selkeimmäksi tarjolla olevista vaihtoehdoista. (Euroopan komissio, 2014a, 3; Finanssivalvonta, 2014.)

Joukkosijoittamiseen kuuluu sijoitusmuotoinen tai arvopaperipohjainen joukkorahoitus. Tällöin yritykset laskevat liikkeelle osakkeita ja joukkolainoja, joille ei yleensä ole jälkimarkkinoita. Joukkosponsorointiin lukeutuu puolestaan palkintopohjainen tai ennakkomyyntiin perustuva joukkorahoitus, jossa rahoittajat saavat sijoituksestaan vastikkeen. Tämä voi olla esimerkiksi mahdollisuus osallistua joukkorahoituskampanjan avulla tuotettuun kulttuurikokemukseen tai sijoittajat saavat itselleen tuotteen, joka kehitettiin ja valmistettiin joukkorahoituskampanjan avulla. (Euroopan komissio, 2014a, 3; Finanssivalvonta, 2014.) Seuraavaksi tarkastellaan erikseen kutakin joukkorahoituksen muotoa ja rahoitusta välittäviä alustoja sekä arvioidaan, minkä tyyppiselle yritykselle ne sopivat.

Osakepohjainen joukkorahoitus on tavallinen osakeyhtiölain mukainen yksityisen osakeyhtiön tekemä osakeanti, jonka toteutuspaikka on joukkorahoitusalue (Hannula, 2014). Arvopaperimarkkinalain mukaan osakeantiin ei tarvitse laatia listalleottoesitettä, jos annilla on tarkoitus kerätä 12 kuukauden aikana alle 1,5 miljoonaa euroa (Finanssivalvonta, 2014). Tätä poikkeusta esitevelvollisuudesta hyödynnetään joukkorahoituksessa, sillä se mahdollistaa osakeannin toteuttamisen pienemmillä kuluilla ja ajankäytöllä.

Vaikka rahoituskierros toteutettaisiin ilman esitettä, arvopaperimarkkinallain yleisiä velvollisuuksia on kuitenkin noudatettava. Velvoitteet edellyttävät, että osakeannin markkinoinnin yhteydessä on annettava riittävät tiedot sellaisista seikoista, jotka vaikuttavat olennaisesti osakkeen arvoon. Esimerkiksi kohdeyhtiön kehitysvaihe vaikuttaa annettavien tietojen sisältöön. Osakeannin yhteydessä ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, vaikka joukkorahoituskampanjat ovat luonteeltaan yrityksen liiketoiminnan markkinointia sijoittajille, asiakkaille ja muulle yleisölle. (Finanssivalvonta, 2014.)

Rahoitusta hakevat yritykset järjestävät joukkorahoituslupalla kampanjansa yhteydessä rahoituskierroksen, joka onnistuessaan tuo yritykselle uutta omaa pääomaa. Kampanjan materiaalit riippuvat paljon siitä, mitä joukkorahoituslupaa käytetään ja kuinka paljon yrityksellä on käytössään resursseja markkinointikampanjaa varten. Kampanjaan kuuluvat vähintään perustiedot yrityksen toiminnasta, taloudellista tilanteesta kertovat asiakirjat, suunnitelma kerättyjen varojen käyttöön, osakeannissa myytävien uusien osakkeiden määrä sekä sijoittajan minimisijoituksen määrä (Hannula, 2014). Laadukkaimmat kampanjat sisältävät myös videon, yrityksen liiketoiminta- ja markkinointisuunnitelman, joukkorahoituksen ehdot sisältävät dokumentit, tulkintaa yrityksen taloudellisesta tilanteesta, tuotokustannus-analyyskejä sekä arviot liiketoiminnan kehittymisestä tulevaisuudessa. Yrittäjät ja sijoittajat kommunikoivat keskenään sijoituskierroksen aikana, jolloin sijoittajilla on mahdollisuus saada lisätietoja yrityksen liiketoiminnasta ja rahoituskierroksesta.

Sijoittaja tekee kampanjan materiaalien pohjalta päätelmänsä yrityksen kiinnostavuudesta sijoituskohteena, siihen liittyvistä riskeistä ja tuottopotentialista. Yrityksen täytyy olla sijoituskohteena mielenkiintoinen, eli sen pitäisi tuottaa tulevaisuudessa sijoittajalle voittoja joko osinkojen tai yrityskaupan muodossa. Sijoittajalle osakepohjainen joukkorahoitus merkitsee mahdollisuutta sijoittaa pieniä summia mielenkiintoisiin yrityksiin ja hajauttaa sijoituksensa uudella tavalla. (Hannula, 2014.) Kiinnostusta joukkorahoitukseen voi lisätä myös nykyiset osinkoverotussäännökset, sillä listaamattomasta yrityksestä saa edullisemmin verotettuja osinkoja kuin listautuneista yhtiöistä. Toista sijoittajatyyppeä edustavat ne ihmiset, joiden sijoitusmotiivina on halu tukea heidän mielestään arvokasta tuotetta tai palvelua pienellä rahasummalla.

Sijoituspäätöksen jälkeen sijoittajan tulee yleensä allekirjoittaa sijoitussitoumus ja osa-

kassopimus. Osa palvelualustoista käyttää sopimuksissa standardidokumentaatiota, mikä sijoittajan näkökulmasta lisää prosessin laadukkuutta ja helpottaa sijoituskohteen arviointia. Sijoittajalle joukkorahoitus muistuttaa venture capital -tyyppistä riskipitoista pääomasijoitusta. Keskeiset erot pääomasijoitukseen verrattuna liittyvät sijoitussummiin, sijoittajaprofiiliin, osakeannin ehtoihin sekä rahoitusmuodon muihin vaikutuksiin. (Hannula, 2014.)

Joukkorahoituksen avulla on mahdollista hakea markkinoilta pientä riskirahoituspääomaa, vaikkapa vain muutamaa kymmentä tuhatta euroa liiketoiminnan kehittämiseen ja kasvatamiseen, mikä on osalle yrityksistä jo riittävä tavoite. Venture capital-rahoituskierröksellä jo yhden rahaston sijoittama minimisumma voi olla yhtä suuri, kuin joukkorahoituskierröksen koko tavoitesumma. Joukkorahoituksessa sijoittajiksi valikoituu yksityissijoittajia, joille pienemmät sijoitussummat sopivat paremmin. Annin ehdoissa yleensä määritellään sopimuksellisesti sijoitus niin sanotuksi finanssisijoitukseksi, joten siihen ei sisälly esimerkiksi hallituspaikkaa ja äänioikeutta. (Hannula, 2014.) Osakepohjainen joukkorahoitus vaikuttaa sopivan rahoitusmuotona hyvin nuorten kasvuhakuisten yritysten rahoittamiseen, joiden omistajat haluavat pitää määräysvallan yrityksen liiketoiminnasta itsellään.

Yrityksien joukkorahoitus on toimialana nuori, minkä vuoksi palveluita tarjoaa riskiprofililtaan ja laadultaan erilaisia toimijoita. Yhteistä palvelun tarjoajille on kuitenkin toimiminen ainoastaan rahoituksen välittäjinä eivätkä ne pyri antamaan sijoitusneuvontaa. Joukkorahoituspalveluina toimivat yritykset eivät ota kantaa rahoitusta hakevien yritysten liiketoimintamalleihin tai kannattavuuteen sijoituskohteenä. Palvelualustat eivät myöskään vastaa yhtiöiden laatiman materiaalin oikeellisuudesta.

Osakepohjaiseen rahoitukseen soveltuvia, suomalaisille yrityksille rahoitusta välittäviä joukkorahoituspalveluita ovat FundedByMe, Invesdor, Venture Bonsai ja Kansalaisrahoitus (FundedByMe, 2015; Kansalaisrahoitus, 2015; Invesdor, 2015; Venture Bonsai, 2015). Alustan valinta riippuu yrityksen liikeideasta, rahoitustarpeen määrästä ja potentiaalisista sijoittajista, ei siis pelkästään alustan veloittamasta hinnasta. Alustan valintaan ja rahoituksen hintaan liittyvät tiedot on esitetty kootusti taulukossa 3.4.

Taulukko 3.4: Pk-yritysten joukkorahoitus

Rahoituksen välittäjä	Rahoituksen määrä	Yritysprofili	Kohdeyleisö	Rahoituksen hinta ^(*)
Osakepohjainen joukkorahoitus				
FundedByMe	50 €–1,5 milj. €	Kansainvälisille markkinoille pyrkivät B-to-C yritykset	Pohjoismaiset ja eurooppalaiset yksityissijoittajat	Listautumismaksu 500 € Onnistumismaksu 8 %
Invesdor	20 000 €–1,5 milj. €	Oman tuotteen markkinoinnista kiinnostuneet yritykset	Pohjoismaiset ja paikalliset yksityissijoittajat	Listautumismaksu 500 € Onnistumismaksu 6 %
Venture Bonsai	100 000 €–1,5 milj. €	Eurooppalaiset nuoret kasvuhakuiset yritykset	Eurooppalaiset yksityissijoittajat, joiden sijoitussumma min. 1 000–3 000 €	Ei listautumismaksua Onnistumismaksu 5 %
Kansalaisrahoitus	50 €–1,5 milj.	Lupaavimmat suomalaiset nuoret kasvuhakuiset yritykset	Suomalaiset yksityissijoittajat, joiden sijoitussumma min. 1 000–3 000	Tapauskohtainen välityspalkkio n. 5–7 % Optio-oikeus 7–10 %
Yrityslainamuotoinen joukkorahoitus				
Vauraus Suomi	2 000 €–1 milj. €	Yritys, jolla on perinteinen liikeidea	Suomalaiset yksityissijoittajat	Avausmaksu 8 % Korko alkaen 4 % Hallinnointipalkkio 1 % alkuperäisestä pääomasta Veloitus 10 €/maksuerä
Ennakkomyyntiin perustuva joukkorahoitus				
Indiegogo	500 €–5 milj. €	Kaikki	Kansainvälinen asiakaskunta	Ei listautumismaksua Onnistumismaksu 4 % Varojen nostaminen, kun tavoitetta ei saavuteta 9 %
FundedByMe	50 €–50 000 €	B-to-C yritykset	Pohjoismaalaiset ja eurooppalaiset asiakkaat	Listautumismaksu 500 € Onnistumismaksu 6 %
Mesenaatti.me	1 000– €	Kulttuuri-, innovaatio-, koulutus- ja sosiaaliala	Pohjoismaalaiset ja suomalaiset asiakkaat	Ei listautumismaksua Onnistumismaksu 7 %

^(*)Prosenttiosuus nostetusta pääomasta

Kaikki osakepohjaista joukkorahoitusta välittävät alustat perivät onnistuneesta rahoituskierroksesta rahoituksen hakijalta onnistumismaksun tai välityspalkkion, joka on yleensä noin 4–7 % nostetusta summasta. Lisäksi Kansalaisrahoitus saa merkittävän osan palkkiostaan osakeoptioina, jotka ovat samaa osakesarjaa, kuin sijoittajan saamat osakkeet. Optio-oikeus on 7–10 % yrityksen osakepääomasta. Lisäksi FundedByMe ja Invesdor perivät kampanjan luomisesta 500 euron maksun. (FundedByMe, 2015; Kansalaisrahoitus, 2015; Invesdor, 2015; Venture Bonsai, 2015.)

Joukkorahoituslustoista Venture Bonsai ja Kansalaisrahoitus sopivat erityisesti uutta teknologiaa hyödyntäville yrityksille, joiden rahoitustarve alkaa 100 000–500 000 eurosta. Molemmat alustat välittävät rahoitusta vain sijoittajien kannalta kiinnostavimmille yrityksille, joilla on vakuuttava liikeidea ja korkeat tuotto-odotukset. Osa piensijoittajista rajautuu rahoittajien joukosta pois, sillä minimisijoitukseksi on määritelty 1 000–3 000 euroa. Kansalaisrahoitus asettaa korkeimmat kriteerit rahoituskierrokselle hyväksytyille yrityksille, mutta on tähän mennessä onnistunut jokaisessa rahoitushankkeessaan. (Kansalaisrahoitus, 2015; Venture Bonsai, 2015.)

Osakepohjainen FundedByMe -joukkorahoituslusta sopii yritykselle, joka tähtää kansainvälisille markkinoille kuluttajiin vetoavalla tuotteella tai palvelulla (eng. business-to-customer, B-to-C). Rahoitustavoitteet määräytyvät yrityksen omista tarpeista alkaen 50 eurosta aina 1,5 miljoonaan euroon saakka. Invesdor soveltuu myös pienemmän, 20 000 euron–1,5 miljoonan euron rahoituksen hakemiseen. Näillä alustoilla toimiessa yrityksen tulee olla kiinnostunut markkinoimaan aktiivisesti omaa tuotettaan, mikä on erittäin merkitsevää rahoituskierroksen onnistumiselle. Piensijoittajat voivat osallistua rahoituskierroksille pienilläkin summalla, jolloin joukkorahoituksen perusideaa voidaan hyödyntää hyvin. Invesdor voi todennäköisesti tavoittaa hyvin pohjoismaiset sekä etenkin paikalliset sijoittajat. Pohjoismaisen, kotimaisen ja osin myös eurooppalaisen yleisön tavoittamiseen sopii puolestaan FundedByMe. (FundedByMe, 2015; FundedByMe, 2014; Invesdor, 2015.)

Yrityslainatyypinen joukkorahoitus sopii yhtiöille, joilla on perinteisempi liikeidea eikä halua laajentaa osakas pohjaa, ks. myös taulukko 3.4. Joukkolainoja tarjoaa suomalaisille yrityksille Vauraus Suomi, mutta Venture Bonsai on ilmoittanut laajentavansa palveluitaan tulevaisuudessa myös joukkolainoihin. Yrityslainoja myönnetään vakuudettomasti

Suomessa rekisteröidyille yrityksille, joilla on riittävä kassavirta eikä maksuhäiriömerkintöjä. Lainasummat ovat suuruudeltaan 2 000–2 000 000 euroa. Suuruusluokaltaan 20 000 euron lainahakemuksia puolletaan usein, mutta useamman sadan tuhannen euron lainoja myönnetään harvemmin. (Vauraus Suomi, 2015; Vauraus Suomi, 2014; Venture Bonsai, 2015.)

Vakuudettoman yrityslainan hinta on rahoitusta hakevalle yritykselle korkea ja maksettavaksi kertyy sekä korot sijoittajille että palkkio lainan välittäjälle (Vauraus Suomi, 2015). Tämän vuoksi yrityslaina voisi sopia parhaiten suuremman hankkeen osarahoitukseen, jossa yrityslaina toimisi nopeasti saatavan käsirahan tai lisärahan roolissa. Jos hankkeen muu rahoitus on edullisempaa, ei hankkeen todellinen vuosikorko nouse kohtuuttoman korkeaksi. Koska korko lasketaan alkuperäiselle lainapääomalle koko laina-ajan, kannattaisi velka maksaa kokonaisuudessaan pois siinä vaiheessa, kun lainapääoma on lyhennetty yli puoleen alkuperäisestä. (FundedByMe, 2014.) Huomattavasti pienemmästä lyhennetystä lainapääomasta ei kannata maksaa enää koko alkuperäisen lainapääoman perusteella määritettyä korkoa.

Joukkolaina voi siis olla hyvä rahoitustapa, jos sen avulla pystytään toteuttamaan tärkeä investointi, nostamaan nopeasti yrityksen kannattavuutta ja lisäksi lyhentämään lainaa ennen laina-ajan loppua. Myös akuuttiin likviditeettivajeeseen lainasta voi olla hyötyä, mutta yrityksellä tulisi olla varmoja tuottoja tulevaisuudessa lainan ja korkojen takaisinmaksuun. Muussa tapauksissa joukkolaina voi olla liian kallis rahoitustapa.

Ennakkomyyntiin perustuva joukkorahoituskierros on luonteeltaan tuotteen tai palvelun myyntikampanja, joissa korostetaan omaperäistä ideaa ja hankkeen taustalla olevaa ostajiin vetoavaa filosofiaa. Ennakkomyyntiin perustuvalla joukkorahoituskampanjalla voidaan testata liikeideaa ja arvioida, kannattaako kyseistä tuotetta tai palvelua ryhtyä tuottamaan. Jos liikeidea toimii, yritys saa sekä rahoitusta että asiakkaita ennen vastikkeen tuottamista ja luovuttamista. Varoja voidaan kerätä myös kypsemmässä iässä olevalle yritykselle, johon ei haluta uusia osakkaita vaan pikemminkin uusia asiakkaita. Ennakkomyyntiin perustuvalla joukkorahoituksella voidaan hankkeelle saada rahoituksen lisäksi myös myönteistä julkisuutta sekä alustava asiakaskunta. Jotta tämä joukkorahoitustapa toimii, tuotteiden pitää olla asiakkaille helposti saatavilla tai lähetettävissä.

Ennakkomyyntikierroksien minimisummat vaihtelevat 50 euron ja 1 000 euron välillä. Suurimpia rahamääriä aina 5 miljoonaan euroon saakka voi hakea Indiegogo-alustalla. Yrittäjät määrittävät asiakkaille minimiosallistumismaksun ja kertovat, mitä ostaja tällä maksulla vastineeksi saa. Yleensä ostajille tarjotaan myös paljousalennuksia, joilla tämä voivat halutessaan ostaa tuotteita tai palveluja enemmän. (Mesenaatti.me, 2014; FundedByMe, 2015.)

Palvelun tarjoajina suomalaiset yritykset voivat käyttää kansainvälisiä Indiegogo- ja FundedByMe-alustoja sekä kotimaista Mesenaatti.me.-palvelinta, ks. myös taulukko 3.4. Indiegogo soveltuu parhaiten kansainvälisen yleisön tavoittamiseen. Pohjoismaisen ja kotimaisen yleisön tavoittamiseen sopii puolestaan FundedByMe. Mesenaatti.me-alustaa kannattaa käyttää kulttuuripitoisten hankkeiden ennakkorahoitukseen, joissa pyritään tavoittamaan kotimainen yleisö. Indiegogo- ja Mesenaatti.me-alustoille hankkeen voi perustaa ilmaiseksi, kun taas FundedByMe on tältä osin maksullinen. Kaikki alustat perivät onnistumismaksun. Indiegogossa rahoituksen hankkija voi kuitenkin nostaa varat korotettua maksua vastaan sulkuutililta, vaikka minimitaloitusta ei saavutettaisi.

Joukkorahoitus voi olla toimiva ratkaisu pieneen rahoitustarpeeseen erityisesti mikroyrityksille, joilla rahoitustarve alkaa muutamasta tuhannesta eurosta jatkuen 1,5–5 miljoonaan euroon saakka. Markkinointihenkisyys ja hyvä kampanja ovat ehdoton edellytys rahoituskierroksen onnistumiselle. Yrityksellä täytyy olla resursseja joukkorahoituskampanjan laatimiseen ja viestintään potentiaalisten rahoittajien kanssa. Joukkorahoitusmuotoa suunnitellessa omistajien tulee pohtia tavoitteitaan ja arvioida, halutaanko yritykseen uusia osakkaita, ennakkomyynnin pohjalta asiakkaita vai sitoudutaanko lainaan ja pääoman takaisinmaksuun.

Osakepohjainen joukkorahoitus sopii yritykselle, jonka liikeidea on innovatiivinen ja yritys on siksi sijoituksena erityisen kiinnostava tai vaihtoehtoisesti piensijoittajalle tunnepohjaisesti tärkeä. Yrityslainatyypistä joukkorahoitusta voidaan käyttää yritykselle, joilla on perinteisempi liikeidea eikä halua laajentaa osakaspohjaa. Ennakkomyynti sopii asiakashankintaan henkilöasiakkaita palvelevalle yritykselle, jonka tuote tai palvelukonsepti perustuu omaperäiseen ideaan tai ostajiin vetoavaa filosofiaan.

Joukkorahoituspalvelujen tarjoajat määrittelevät tehtäväkseen ainoastaan rahoituksen

välittämisen. Heidän mukaansa vastuu alustalla olevien tietojen riittävydestä ja oikeellisuudesta on rahoituskierroksen järjestävällä yrityksellä. Alustat asettavat hyvin erilaisia kriteerejä verkkopalveluaan käyttäville yrityksille. Mikäli jokin alusta ei palvele asiakkaitaan laadukkaasti tai välittää paljon kannattamattomia hankkeita, sijoittajien luottamus ja kiinnostus palvelualustaan sekä koko rahoitustapaan voi kärsiä, mistä saattaa seurata sijoittajapako. Tällä hetkellä ei myöskään vielä tiedetä, onko joukkorahoituksen saaminen yrityksen maineen kannalta hyvä vai huono asia tulevaisuudessa.

Joukkorahoitus on uusi ilmiö, minkä vuoksi sijoittajilla ja yrittäjillä on vasta vähän käyttäjäkokemusta asiasta. Näin ollen voidaan arvioida, että joukkorahoituksesta ja palvelualustojen laadusta käydään enemmän keskustelua lähitulevaisuudessa kuin tällä hetkellä, ja sosiaalinen media välittää käyttäjäkokemukset nopeasti muiden sijoittajien tietoon. Avainasia onkin luottamus. Jos sijoittajien luottamus menetetään, rahoitustapa ei toimi ja varojen hankinta alustan kautta tyrehtyy. Siksi joukkorahoitusta suunnittelevan yrityksen kannattaa tutkia tarkasti, mikä palvelualusta antaa toiminnastaan riittävät, luottamusta herättävät tiedot ja millaisia kampanjoita sillä on käynnissä. Uskottava palvelualusta pienentää yrityksen maineriskiä ja todennäköisesti houkuttelee myös sijoittajia.

Joukkorahoitus antaa mahdollisuuden hakea rahoitusta täysin yrityksen yksilöllisistä tarpeista lähtien. Sijoittajan kannalta on kuitenkin ongelmallista, että valvonnan puuttuessa yritysten laatimat ehdot voivat olla yksipuolisesti yritysten etuja suosivia. Esimerkiksi osakepohjaisessa joukkorahoituksessa voidaan sopimuksellisesti evätä uusilta osakkeenomistajilta päätäntävalta yrityksissä ja lisäksi tiedetään, ettei osakkeilla ole jälkimarkkinoita. Mikäli yhtiön päätösvaltaiset henkilöt tekevät epäedullisia liiketoimintaan liittyviä ratkaisuja, sijoittaja ei voi vaikuttaa asiaan, vaan kantaa seuraukset. Lisäksi hänellä voi olla vaikeuksia irrottautua omistususuudestaan. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden puuttuessa rahoittajien on myös vaikeaa arvioida yrityksen taloudellista tilannetta ja varmistua siitä, käytettiinkö rahoituskierroksella kerätyt varat luvattuun tarkoitukseen.

Kattavaa joukkorahoitusta koskevaa lainsäädäntöä ei tällä hetkellä ole ja Finanssivalvonta ei myöskään varsinaisesti suoraan seuraa joukkorahoitustoimintaa. Viranomaisvalvonnan puuttuminen ja sääntelyn epämääräisyys on houkutellut osaa yrittäjistä ja palvelualustan tarjoajista lakisääteisten velvollisuuksien laiminlyömiseen tai jopa väärinkäytöksiin.

(Kallio & Vento, 2014, 17.) Myös immateriaaliomaisuuden suojaamiseen liittyy haasteita (Euroopan komissio, 2014a). Kuitenkin toimintamallista riippuen rahoitustapa voi olla jonkin sääntelyn piirissä. Sitä voi esimerkiksi sitä koskea rahoitusmarkkinalainsäädäntö, kuten arvopaperimarkkina- ja luottolaitoslaitoslaki, rahankeräys-, kauppaa- tai kuluttajansuojalaki. Tästä huolimatta joukkorahoitusta järjestävät palvelualustat tai kampanjansa järjestävät yritykset eivät välttämättä tunnista sääntelyn vaatimuksia. (Finanssivalvonta, 2014.)

Joukkorahoitustoiminta on kasvanut viime aikoina niin nopeasti, että sääntelyn kehittäminen nähdään tarpeelliseksi. Finanssivalvonta on tulkinnut joukkorahoitukseen liittyvää lainsäädäntöä uudelleen siten, että osakepohjainen joukkorahoitus on muutettu luvanvaraiseksi toiminnaksi. Muutos on tehty vasta hiljattain, minkä vuoksi kaikilla joukkorahoitusaloilla ei ole vielä toimilupia. Finanssivalvonnan mukaan haku- ja myöntöprosessi voi kestää kuukausia. Joukkorahoituspalvelujen tuottajilla on lupa jatkaa toimintaansa hakuprosessin aikana. Tässä tutkielmassa esitellyistä joukkorahoitusta välittävistä yrityksistä Invesdor sai finanssivalvonnalta toimiluvan huhtikuussa 2014. Lupaa on hakenut myös Vauraus Suomi, jonka arvioidaan saavan päätöksensä syksyllä 2015. (Finanssivalvonta, 2014; Lappalainen, 2015.)

3.3 Julkinen rahoitus

Yritys voi hakea julkista rahoitusta, kun markkinaehtoista rahoitusta ei onnistuta hankkimaan, tai kun julkisen rahoittajan mukaantulo edistää markkinaehtoisen rahoituksen saamista. Tyypillinen este markkinaehtoisen lainamuotoisen rahoituksen saamiseen on vakuuksien puute. Julkinen rahoittaja voi myöntää vakuudetonta lainaa, avustuksia tai toimia takaajana markkinaehtoiselle lainalle. Rahoituspäätös perustuu yrityksen menestysmahdollisuuksien arviointiin ja jos ne nähdään riittäviksi, julkinen rahoittaja voi ottaa markkinaehtoista toimijaa suuremman riskin (Finnvera, 2014). Muita julkisten rahoittajien tarjoamia rahoitusmuotoja ovat pääomasijoitukset ja vientitakuut, joita myönnetään lupaaville yrityksille.

Julkisen rahoituksen saaminen edellyttää, että yhtiöllä on uskottava liiketoimintasuunni-

telma, eli yritys pystyy saamaan aikaan sitä, mihin rahoitusta hakee. Lisäksi rahoittajille täytyy antaa riittävät tiedot toteutettavasta hankkeesta, määritellä rahoituksen käyttö-tarkoitus sekä laatia rahoitus- ja tulossuunnitelma seuraaville vuosille. Yrityksen tulee liittää rahoitushakemukseensa tilinpäätöstiedot liitteineen lähivuosilta ja kuluvalta tili-kaudelta viimeisin käytettävissä oleva tieto. Mikäli saatavilla on yrityksen yhtiöjärjestys tai yhtiösopimus sekä yrittäjän ansioluettelo, nämä asiakirjat kannattaa myös toimittaa rahoittajille. Hyvän hakemuksen tekeminen vaatii alan osaamista, johon asiantuntija voi tuoda lisäarvoa ja parantaa mahdollisuuksia toivotun rahoituksen saamiseen. Ennen rahoituspäätöstä rahoitusta myöntävät tahot tekevät yritystutkimuksen, jossa selvitetään yrityksen edellytykset kannattavaan liiketoimintaan. Rahoituspäätökset perustuvat aina harkinnanvaraisuuteen ja rahoituksen hinta määräytyy yrityskohtaisesti.

Julkiset rahoittajat muuttavat ja uudistavat rahoitustuotteitaan kehityspolitiikkaan liittyvien tavoitteiden mukaisiksi. Tässä tutkimuksessa ajankohtaa julkisten rahoitustuotteiden kartoittamiseen pidettiin sopivana, koska esimerkiksi EU:n uusi ohjelmakausi 2014–2020 on hiljattain käynnistynyt ja uusi yritystukilaki astui voimaan 1.7.2014 (Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskus, 2014). Eurooppalaisiin pk-yrityksiin investoidaan tällä hetkellä miljardeja euroja julkisia varoja, mikä osoittaa vahvaa uskoa pk-yritysten yhteiskunnalliseen ja taloudelliseen merkitykseen.

Yritysten rahoituksen hakemisen tueksi on tähän lukuun koottu tiedot keskeisistä pk-yritysten rahoittajista, heidän rahoitusmuodoistaan ja tuotteistaan sekä myönnettävän rahoituksen määrästä. Julkista rahoitusta myönnetään tarvepohjaisesti eli rahoitustuotteissa määritellään, mihin tarkoitukseen varoja myönnetään. Julkiset rahoitustuotteet on tiivistetty taulukkoon 3.5, joka toimii yrityksille käytännön rahoitussuunnittelun apuvälineenä.

Taulukko 3.5: Pk-yritysten julkinen rahoitus (*)

Rahoitusmuoto	Rahoittaja	Rahoitustuote	Rahoituksen määrä
Kansainvälistyminen			
Avustukset	Tekes	Tutkimus- ja kehitysrahoitus Kansainvälisen kasvun suunnittelun avustus Team Finland LetsGrow	max. 50–65 % kokonaiskustannuksista max. 50–75 % kokonaiskustannuksista max. 50 000–100 000 € 50 % ostopalveluiden hankintakuluista max. 200 000 €/3 v max. 500 000 €
Lainat	ELY-keskus	NIY-rahoitus Eurostars-ohjelma Yrityksen kehittämisavustus	max. 65 % kustannuksista n. 50 % kokonaiskustannuksista
	EU	Horisontti 2020 pk-instrumentti	50 000 €–2,55 milj. €
	Finnvera	Kansainvälistymislaina	
Takaukset	Tekes	Team Finland LetsGrow	max. 50 % hankkeen rahoituksesta max. 1 000 000 €
		NIY-rahoitus Eurostars-ohjelma	max. 750 000 € max. 70 % kustannuksista
	Finnvera	Kansainvälistymistakaus	max. 80 % rahoitussitoumuksesta
Vientitakuut	Finnvera	Erilaisia vientitakuuta	takuukatteen 50–100 %
Pääomasijoitukset	Finnvera	Osakepääomasij. ja optiolainat	max. 500 000 €
	Teollisuussijoitus	OPO:n ehtoiset instrumentit	ensisijoitus 1–10 milj. €
Kasvu			
Avustukset	Tekes	Team Finland LetsGrow	50 % ostopalveluiden hankintakuluista € max. 200 000 €/3 v
Lainat	ELY-keskus	Yrityksen kehittämisavustus	n. 50 % kokonaiskustannuksista
	EU	Horisontti 2020 pk-instrumentti	50 000 €–2,55 milj. €
	Finnvera	Team Finland LetsGrow	max. 50 % hankkeen rahoituksesta max. 1 000 000 €
Pääomasijoitukset		Joukkovelkakirjarahoit	max. 50 % merkinnöistä
	Finnvera	Osakepääomasij. ja optiolainat	max. 500 000 €
	Teollisuussijoitus	OPO:n ehtoiset instrumentit	ensisijoitus 1–10 milj. €
Investoinnit			
Avustukset	Ely-keskus	Kehittämisavustus	n. 50 % kokonaiskustannuksista
	Tekes	Energiatuki Tutkimus- ja kehitysrahoitus Työorganisaatioiden kehittämisrahoitus NIY-rahoitus Pilotti- ja demorahoitus	50 % hyväksyttävistä kustannuksista max. 50–65 % kokonaiskustannuksista max. 50 % kokonaiskustannuksista max. 100 000 € max. 500 000 € max. 50 % kokonaiskustannuksista max. 100 000 € hankkeisiin
Lainat	EU	Eurostars-ohjelma Horisontti 2020 pk-instrumentti	max. 65 % kokonaiskustannuksista 50 000 €–2,55 milj. €
	Tekes	Pilotti- ja demorahoitus	yli 100 000 € hankkeisiin 50–70 % kustannuksista max. 750 000 €
	Finnvera	NIY-rahoitus Eurostars-ohjelma Finnvera-laina	max. 70 % kustannuksista min. 5000 €
Takaukset	Finnvera	Joukkovelkakirjarahoit	max. 50 % merkinnöistä
Pääomasijoitukset	Teollisuussijoitus	Ympäristötakaus OPO:n ehtoiset instrumentit	max. 80 % rahoitussitoumuksesta ensisijoitus 1–10 milj. €
Käyttöpääoma			
Lainat	Finnvera	Finnvera-laina Siltarahoitus	min. 5000 € max. 70 % avustuksen määrästä
Takaukset	Finnvera	Finnvera-, alku- ja vientitakaus	50–80 % rahoitussitoumuksesta alkutakaus max. 80 000 €
Yritys- ja pääomajärjestelyt			
Lainat	Finnvera	Finnveralaina Yrittäjälaina Joukkovelkakirjarahoit	min. 5 000 € 5 000–100 000 € max. 50 % merkinnöistä
Takaukset	Finnvera	Finnvera-takaus	50 % rahoitussitoumuksesta
Pääomasijoitukset	Teollisuussijoitus	OPO:n ehtoiset instrumentit	ensisijoitus 1–10 milj. €

(*) Garantia myöntää joukkovelkakirjalainan takauksen, lainatakauksen ja pk-takauksen, jotka eivät ole sidottu tiettyyn käyttötarkoitukseen. Pk-takauksen käyttötarkoituksena ei voi kuitenkaan olla yrityskauppa.

Taulukon avulla pystytään nopeasti muodostamaan kokonaiskuva siitä, mitä rahoitusmuotoja ja -tuotteita kuhunkin rahoitustarpeeseen on mahdollista hakea. Julkisten rahoittajien tarjoamat rahamäärät sijoittuvat 5 000 euron ja 2,55 miljoonaan euron välille. Pieniin rahoitustarpeisiin on rahoitustuotteita runsaasti, mikä vastaa hyvin pk-yritysten tarpeita. Rahoitusta tarjotaan kansainvälistymiseen, kasvuun, investointeihin, käyttöpääomaksi sekä yritysjärjestelyihin. Julkisin varoin tuetaan eniten yritysten kansainvälistymistä ja kasvua, joihin varoja on saatavilla kaikilta julkisilta rahoittajilta. Kansainvälistymistä pyritään edistämään kaikilla eri rahoitusmuodoin eli avustuksin, lainoin, takauksin sekä pääomasijoituksin.

Julkisin rahoitustuottein pyritään selkeästi edistämään Suomen sekä EU:n tasolla yritysten kansainvälistymiskehitystä ja kasvamista sekä tukemaan innovaatioiden löytymistä ja kaupallistamista. Näihin rahoitustarpeisiin tarjotaan julkisia rahoitustuotteita, joiden avulla yritykset voivat kehittää uutta osaamista, kansainvälistää ja kasvattaa liiketoimintaa sekä kaupallistaa tuotteita ja palveluita. Tavoitteisen saavuttamiseen tarjotaan sekä avustuksia että lainarahoitusta ja tarkoitukseen sopivat julkiset rahoitustuotteet profiloituvat kukin hieman eri tavoin.

Osa julkisista rahoitustuotteista kohdentuu selkeästi innovointiprosessin alkupäähän ja liiketoiminnan suunnitteluun. Tekesin tutkimus- ja kehitysrahoitusta käytettäessä pääpaino on uuden osaamisen ja tiedon tuottamisessa. Näissä projekteissa ei synny vielä valmista tuotetta, vaan kaupallistaminen vaatii vielä jatkokehittelyä. Kansainvälisen kasvun suunnittelun rahoituksella voidaan kasvattaa kohdemarkkinoiden ymmärrystä ja yrityksen edellytyksiä nopeaan kansainväliseen kasvuun. Suunnitteluun sekä kansainvälisen tarjooman tai liiketoimintamallin kehittämiseen tähtää myös Team Finland Lets Grow -rahoitus. Nuoret innovatiiviset yritykset -rahoitus (NIY) on tarkoitettu vain pienille ja alle viisivuotiaille yrityksille liiketoiminnan kehittämiseen nopeuttamaan kasvua ja kansainvälistymistä.

Tuotekehitys- ja suunnitteluvaiheen jälkeen seuraa tuotteen kaupallistaminen sekä konseptin tai pilotin markkinoille vienti. Tähän tarkoitukseen rahoitusta voi hakea Horisontti 2020 pk-instrumentista, Eurostars-rahoitusohjelmasta ja Tekesin Pilotti- ja demorahoi-

tuksesta. Finnvera tarjoaa monenlaisia vientitakuita, joilla katetaan valmiiden tuotteiden vientikaupan riskejä yritysten kansainvälistymisen edistämiseksi.

Kansainvälistymiseen ja kasvuun yritys voi hakea pääomasijoitusrahoitusta Finnveralta ja Suomen Teollisuussijoitukselta. Finnvera sopii rahoittajaksi yritykselle, kun pääomasijoitusrahoituksen avulla pyritään kattamaan markkinapuutetta tuotekehityusrahoituksen ja yksityisen pääomasijoitustoiminnan välissä. Finnvera tukee siis yritystä liiketoiminnan alku- ja kasvuvaiheessa, jotta yritys olisi riittävän kiinnostava jatkorahoituskohde muille sijoittajille ja teollisille toimijoille. Suomen Teollisuussijoitus puolestaan toimii pääomasijoittajana myöhemmässä vaiheessa, kun riskipääoman tarve kohdistuu esimerkiksi tuotteiden jatkokehitykseen, kansainvälistymiseen, investointeihin, taseen vahvistamiseen tai yritys- ja toimialajärjestelyihin. Suomen Teollisuussijoitus toimii heti ensisijoitukselta lähtien yhteistyössä riskiä jakavien kanssasijoittajien kanssa, jotka ovat tyypillisesti instituutio- ja yksityissijoittajia.

Aineettomiin investointeihin voi hakea avustuksia ELY-keskuksesta ja Tekesiltä. ELY-keskuksen yrityksen kehittämisavustus on tarkoitettu liiketoiminnan kehittämiseen asian- tuntijapalveluiden avulla. Kiinnostavaa myös on, että työorganisaatioiden kehittämiseen on tarjolla Tekesin julkinen rahoitustuote, jolla pyritään edistämään työelämäinnovaatioiden syntymistä. Kehitysprojektilla tulee olla laajempaa uutuusarvoa siten, että sen tuloksena syntyneet työelämäinnovaatiot voidaan hyödyntää myös muissa organisaatioissa.

Yritysten aineellisten investointien, käyttöpääomatarpeiden sekä yritysjärjestelyjen julkinen rahoitus toteutetaan pääasiassa Finnveran lainojen ja takauksien avulla. Näistä käyttötarkoituksista julkista rahoitusta myönnetään eniten käyttöpääomatarpeisiin. Pääomaa sitoutuu yrityksen liiketoimintaan, jolloin tulojen ja menojen eriaikaisuudesta johtuen syntyy tarve hakea lisärahoitusta. Erityisesti pienten, perinteisempienkin yritysten rahoitustarpeeseen on tarjolla Finnvera-laina, jonka avulla voi hakea pientäkin lainapääomaa. Alku- ja Finnvera-taka-
us ovat myös pk-yritysten yleisiin tarpeisiin soveltuvia rahoitustuotteita ja niiden avulla voidaan helpottaa pankkilainan saamista.

ELY-keskuksen energiatukea myönnetään sekä aineellisiin että aineettomiin investointeihin. Energiatuki on tarkoitettu ilmasto- ja ympäristömyönteisiin investointi- ja selvityshankkeisiin, jotka edistävät uusiutuvan, ympäristöystävällisen ja tehokkaan energiateknologian

käyttöönottoa ja markkinoille saattamista. Yrityksen ei tarvitse toimia energia-alalla, vaan tukea myönnetään edellä mainitun kuvauksen täyttävien tuotteiden, kuten esimerkiksi ladattavien ajoneuvojen ja aurinkoenergian käyttöönotolle yrityksissä.

Pk-yritysten yleisiin rahoitustarpeisiin, kuten investointeihin, toiminnan laajentamiseen ja kehittämiseen sekä rahoitusrakennejärjestelyihin joukkovelkakirjarahoitusta käyttävä pk-yritys voi saada antiinsa julkista tukea. Joukkovelkakirjojen liikkeellelaskussa riskinä on annin epäonnistuminen, jolloin arvopapereille ei löydy riittävästi ostajia ja anti osoittautuu epälikvidiksi. Tätä riskiä on pyritty pienentämään sallimalla Finnveralle valtuudet merkitä pk-yritysten joukkovelkakirjoja. Finnvera saa merkitä enintään 50 % joukkovelkakirjannista. (Finnvera, 2014.)

Myös ryhmäjoukkovelkakirja-anteihin saa julkista tukea takausten muodossa. Suomessa toteutettujen ryhmäjoukkovelkakirja-antien takaajana on toiminut Garantia, joka sitoutuu asiakasyrityksen puolesta lainan takaisinmaksuun, jos yhtiö ei pysty hoitamaan velvoitteitaan. Garantialla on kansainvälinen luottoluokitus, mikä auttaa lainan hinnoittelussa ja myös sijoittajia arvioimaan lainaan liittyvää riskiä. Rahoitusmuoto ei ole sidottu tiettyyn käyttötarkoitukseen, mutta soveltuu hyvin yritysostoihin, investointeihin ja velan uudelleenrahoitukseen. (Garantia, 2014b.)

3.4 Yhteenveto vaihtoehtoisista rahoituslähteistä

Pankkirahoitukselle vaihtoehtoisia pk-yritysten rahoituslähteitä ovat pääomasijoitusrahoitus, joukkorahoitus, osakeannit, joukkovelkakirjarahoitus sekä julkinen rahoitus. Oman pääomanehtoinen rahoitus sopii taserakenteen vahvistamiseen, minkä seurauksena myös vieraan pääoman saatavuus yleensä paranee. Vaihtoehtoisiin rahoituslähteisiin kuuluvilla vieraan pääoman ehtoisilla instrumenteilla yritys voi hankkia uutta pääomaa käyttöönsä vakuuksitta ja säilyttää samalla strategisen liikkumavapauden. Rahoituslähteen ominaisuuksiin liittyvien motiivien lisäksi sopivan lähteen valintaan vaikuttavat yritysprofili, rahoituksen määrä ja hinta, rahoituksen käyttötarkoitus sekä potentiaaliset rahoittajat.

Tietoa, osaamista, innovaatioita ja uutta teknologiaa hyödyntäville kasvuyrityksille sopii

kaikki edellä mainitut rahoituslähteet ja näistä yrityksistä myös rahoittajat ovat kiinnostuneimpia. Riskipitoisille, suuren tuottopotentiaalin yrityksille erityisesti yritystoiminnan alkuvaiheessa pääomasijoitukset ovat suhteellisesti tärkein rahoitusmuoto. Julkista rahoitusta menestyskelpoisille yrityksille myönnetään eniten kasvuun, kansainvälistymiseen ja investointeihin. Kuva 3.1 havainnollistaa pk-yritysten rahoituslähteitä ja niillä haettavia rahamääriä.

Enkelisijoittaja	→ 10 000–150 000 €
Pääomasijoitukset	→ 100 000–500 000 € (venture capital)
Joukkorahoitus	→ 50 €–1,5 milj. €
Julkinen rahoitus	→ 5 000 €–2,55 milj. €
Joukkovelkakirjat	→ < 5 000 000 € (First North)
Osakeanti	→ < 5 000 000 € (First North)
Pääomasijoitukset	→ n. 1–10 milj. € (buyout)
Ryhmäjäyk-laina	→ n. 5–10 milj. €/yhtiö

Kuva 3.1: Vaihtoehtoiset rahoituslähteet ja niillä haettavat rahamäärät

Rahoitustarpeen ollessa alle 1,5 miljoonaa euroa pienen tai mikroyrityksen rahoitusvaihtoehtoja ovat joukkorahoitus, julkinen rahoitus ja pääomasijoitusrahoitus. Julkista rahoitusta on kuitenkin saatavilla 2,55 miljoonaan euroon saakka. Mikäli pienen tai keskikokoisen yrityksen rahoitustarve ylittää 5 miljoonaan euroon saakka, vaihtoehtoihin lukeutuvat myös osakkeiden sekä joukkovelkakirjalainojen liikkeellelasku First North Finlandissa. Keskikokoisten yritysten rahoituslähteisiin kuuluvat ryhmäjoukkovelkakirjalainat ja buyout-tyyppinen pääomasijoitusrahoitus, kun haettavat rahamäärät ulottuvat kymmeneen miljoonaan euroon saakka. Suomen yrityskanta on mikroyrityksvaltainen, minkä vuoksi pieniä rahamääriä haetaan eniten.

Markkinapaikkojen välillä keskeisimmän eron muodostaa sääntely. First North nähdään luotettava markkinapaikkana, koska sen toimintaa säännellään ja kaupankäyntiä valvoo Finanssivalvonta. Tiedonantovelvoitteet aiheuttavat yrityksille kustannuksia, mutta toisaalta lisäävät markkinapaikan läpinäkyvyyttä ja madaltavat riskiprofilia. Joukkorahoitus kuuluu sääntelemättömän toiminnan piiriin, mikä vähentää yhtiön velvoitteita ja kustannuksia, mutta sijoittajille koituvat riskit voivat yhtiöstä riippuen olla huomattavat. Toisaalta joukkorahoituksen pääomat ovat usein pieniä, hajautuvat hyvin ja parantavat erityisesti

mikroyritysten rahoitusmahdollisuuksia. Nykyään osakepohjaiseen joukkorahoitukseen tarvitaan kuitenkin Finanssivalvonnan myöntämä lupa.

Pk-yritysten rahoitussuunnittelun tueksi luotiin valintatyökalu, joka voi edistää sopivien rahoituslähteiden löytymistä eri tyyppisten yritysten rahoitustarpeisiin. Luvun 3 alaluvuissa esiteltyjen tiivistävien taulukoiden 3.3, 3.4 ja 3.5 avulla rahoituksen hakija voi muodostaa nopeasti yleiskuvan pk-yritysten tärkeimmistä vaihtoehtoisista rahoituslähteistä. Lisäksi luvun lopussa olevan yhteenvedon kuva 3.1 selventää, millaisia rahamääriä näillä eri rahoitustavoilla voidaan hakea. Kutakin taulukkoa erikseen tarkastelemalla voidaan löytää arvopaperirahoituksesta, joukkorahoituksesta tai julkisesta rahoituksesta yritykselle sopivia rahoitusmuotoja tai -tuotteita. Arvopaperirahoitusta harkittaessa suositellaan lisäksi käytettäväksi taulukoita 3.1 ja 3.2.

4 Vaikutukset talouskasvuun ja työllisyyteen

4.1 Rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun suhde

Tässä luvussa tarkastellaan rahoitusmarkkinoiden (RM) vaikutuksia talouskasvuun (TK). Rahoitusmarkkinoiden kehittämiseen liittyvässä keskustelussa esitetään usein yksiselitteisenä tosiasiana, että rahoitusmarkkinoiden kehittäminen lisää talouskasvua ja työllisyyttä. Kehitystoimenpiteitä ja uusien rahoituslähteiden merkittävyyttä perustellaan näiden päämäärien avulla. Rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun yhteys ei ole kuitenkaan tieteellisten tutkimusten mukaan näin yksiselitteinen.

Ekonomisteilla on lähtökohtaisesti hyvin erilaisia käsityksiä rahoitusjärjestelmän merkityksestä talouskasvulle, ja aihe on kiinnostanut tutkijoita jo 1900-luvun alusta lähtien. Asia on koettu tärkeäksi, koska tuloksia voidaan hyödyntää kehityspolitiikassa. Sekä teoreettisen että empiirisen tutkimuksen avulla on pyritty ratkaisemaan, onko rahoitusmarkkinoiden kehityksen ja talouskasvun välillä yhteyttä, ja kumpaan suuntaan vaikutus tapahtuu. Seuraavaksi tarkastellaan lyhyesti näkemysten moninaisuutta, jota havainnollistaa taulukko 4.1.

Taulukko 4.1: Näkemyksiä rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun suhteesta

Tulos	Keskeistä	Tutkija
RM \Rightarrow TK	Rahoitusmarkkinat edistävät talouskasvua. Kanava: teknologisten innovaatioiden löytyminen ja leviäminen.	Schumpeter (1911) Hicks (1969)
	Rahoitusmarkkinat lisäävät investointien tehokkuutta ja liberalisointi investointien määrää.	McKinnon (1973), Goldsmith (1969) Shaw (1973)
RM \Leftarrow TK	Talouskasvu luo tarpeen rahoituspalveluille.	Robinson (1952)
	Kehittyvissä maissa reaali-talouden kehitys luo tarpeen rahoitusmarkkinoille.	Hassan et al. (2011)
RM \nRightarrow TK	Rahoitukseen liittyviä tekijöitä ylipainotetaan talouskasvun yhteydessä.	Lucas (1952)
	Kehitystalouden arvostetut tutkijat eivät liitä rahoitusmarkkinoita talouskasvuun.	Stern (1989)
	Tehokkaan rahoitussektorin olemassaolo ei ole välttämätöntä nopean talouskasvun kannalta.	Koivu (2001)
RM \Leftrightarrow TK	Vaikutus on kaksisuuntainen.	Greenwood & Jovanic (1990)
	Rahoitusmarkkinat edistävät kasvua nostamalla pääoman tuottoa. Kasvu sallii rahoitusjärjestelmän ylläpidon.	Luintel & Khan (1999)
RM $=$ TK	Vahva pitkän aikavälin yhteys. Kasvun kanavat: pääoman kasautuminen ja teknologiset innovaatiot. Rahoitusmarkkinoiden toimivuuteen vaikuttavat merkittävästi ei-taloudelliset tekijät mm. instituutiot.	Levine (1997)
	Maaspesifien erojen vuoksi yhteyden suunta ei ole yleistettävissä.	Demetriades & Hussein (1996)
	Tuloksiin vaikuttavat tutkijoiden valinnat esim. talouskasvun teorit ja menetelmien rajoitteet.	
	Saturaatiopiste, jonka jälkeen rahoitusmarkkinat kilpailevat resursseista reaalitalouden kanssa.	Cecchetti & Kharroubi (2012)
	Sääntelemättömässä ympäristössä kriisit ovat uhkana talouskasvulle.	Gregorio & Guidotti (1995)

Yhteyden olemassaolosta tai vaikutuksen suunnasta ei ole yksikäsitteisiä tutkimustuloksia. Vaikutuksen arvioidaan kulkevan rahoitusmarkkinoista talouskasvuun, talouskasvusta rahoitusmarkkinoihin tai kaksisuuntaisena. Osa tutkijoista kokee suunnan määrittämisen mahdottomaksi ja näkevät muuttujien välillä pikemminkin pitkän aikavälin yhteyden tai vaihtoehtoisesti yhteyden puuttuvan kokonaan.

Yhteyden tarkastelun teoreettisia lähtökohtia havainnollistavat jo hyvin aikaisen vaiheen tutkimukset. Schumpeter esitti vuonna 1911, että hyvin toimiva rahoituksen välittäjäsektori mobilisoi säästöjä investointien pääomaksi, valikoi tuottoisimpia hankkeita, hallitsee riskejä, valvoo yritysjohdon toimintaa ja edistää transaktioiden syntymistä. Tämä edistää teknologisten innovaatioiden löytymistä ja leviämistä edistäen näin talouskasvua. Hicks korosti 1960-luvulla, että rahoitussektori keventää transaktiokuluja ja likviditeettiriskiä ollen siten jopa edellytys pitkäaikaista kehitystyötä vaativien teknologioiden käyttöönotolle. (Levine, 1997; Adamopoulos, 2010.) Uraauurtaviin tutkijoihin kuuluivat myös Goldsmith (1969), McKinnon (1973) ja Shaw (1973), joiden mukaan rahoitussektorin kehittymisen arvioitiin lisäävän investointien tehokkuutta ja rahoitussektorin liberalisoinnin puolestaan investointien määrää (Gregorio & Guidotti, 1995).

Edellisissä tutkimuksissa on kuitenkin ongelmallista se, että positiivinen suhde rahoitusmarkkinoiden ja tuottavuuden kasvun välille voi syntyä monista eri syistä. Robinson päätyi vuonna 1952 päinvastaiseen näkemykseen, joka tiivistyy lauseeseen: ”Where enterprise leads, finance follows.” Rahoitusmarkkinoiden kehitys ja lisääntynyt rahoituspalveluiden kysyntä on Robinsonin mukaan seurausta talouskasvusta. (Adamopoulos, 2010; Christopoulos & Tsionas, 2004.) Tämä näkemys saa tukea kehittyviä maita koskevista tutkimustuloksista, sillä näissä maissa reaalitalouden kehityksen nähdään luovan tarpeen ja kysynnän rahoituspalveluille (Hassan et al., 2011).

Osa tutkijoista, muun muassa Lucas (1988), sivuuttaa rahoitusmarkkinoiden vaikutuksen toteamalla, että rahoitukseen liittyvät seikat ovat talouskasvun tarkastelussa vahvasti ylipainotettuja. Tämän näkökulman tuo esiin myös Chandavarkar (1992) toteamalla, että kehitystalouden pioneerit eivät mainitse rahoitusta talouskasvuun vaikuttavana tekijänä. (Luintel & Khan, 1999; Stern, 1989.) Koivu (2001) havaitsi tutkittuaan alhaisen ja keskim-

mäisen tulotason maita, että tehokkaan rahoitussektorin olemassaolo ei ole välttämätöntä nopean talouskasvun kannalta

Uudemmissa tutkimuksissa rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun suhde määritellään kaksisuuntaiseksi. Rahoituksen välittäjät tukevat kasvua mahdollistamalla korkeamman pääoman tuottoasteen, ja kasvu puolestaan tarjoaa perusteet pitää yllä kustannuksiltaan korkeita rahoitusrakenteita. (Greenwood & Jovanovic, 1989; Luintel & Khan, 1999.)

Koska vaikutuksen suuntaa on vaikeaa määritellä, osa tutkijoista toteaa, että rahoitusjärjestelmän kehityksen ja talouskasvun välillä havaitaan olevan vahva, pitkän aikavälin yhteys. Rahoitusmarkkinoiden arvioidaan vaikuttavan taloudelliseen aktiviteettiin viiden perustoiminnon avulla: rahoitussektori 1) mobilisoi säästöjä, 2) allokoii resursseja, 3) edistää johtamis- ja valvontajärjestelmien kehittymistä, 4) kehittää yritysten riskienhallintaa ja 5) helpottaa vaihdantaa (Levine, 1997). Levine siis näkee rahoitusjärjestelmän hyödyt ja toiminnot hyvin samankaltaisina kuin jo Schumpeter paljon aikaisemmin. Rahoitusjärjestelmän toimivuuteen vaikuttavat merkittävästi myös ei-taloudelliset tekijät, muun muassa kansalliset instituutiot, poliittiset muutokset ja teknologisen kehityksen taso. (Levine, 1997; Hassan et al., 2011.)

Edellä esiteltyjen tulosten perusteella havaitaan, että maaspesifien erojen vuoksi emme voi yleistää, että rahoitussektorin kehittyminen johtaa kasvuun, tai että rahoitussektorin kehittyminen seuraa talouskasvua (Demetriades & Hussein, 1996). Maakohtaisten erojen lisäksi rahoitusjärjestelmän ja talouskasvun yhteyttä koskevien tulosten ja näkemysten moninaisuuteen vaikuttavat myös tutkijoiden valinnat sekä menetelmien rajoitteet. Näin ollen käytetyt menetelmät, talouskasvun teorit sekä lähtökohtaoletukset vaikuttavat tuloksiin. Talouskasvun teorit ovat muuttuneet viimeisen sadan vuoden aikana ja näihin malleihin liittyvät oletukset suuntaavat myös tuloksia. Lisäksi tutkijat muistuttavat, että historiallisten aikasarjojen perusteella saadaan tietoa menneestä, mutta ne eivät ennusta kausaalisuuden suuntaa tulevaisuudessa. (Hassan et al., 2011.)

Positiivisten, kasvua edistävien vaikutusten lisäksi rahoitussektori voi vaikuttaa reaalityöelämään tietyissä olosuhteissa myös negatiivisesti. Nykyisessä globaalissa taloudessa kehitys on kulkenut 1970-luvulta lähtien kohti pääomavirtojen vapauttamista. Tällöin uhkaksi muodostuu rahoitussektorin liiallinen kasvu, jonka ei ole havaittu edistävän reaalityöelämän

kasvua. Tietyn saturaatiopisteen jälkeen rahoitusjärjestelmä alkaa kilpailla resursseista muiden toimialojen kanssa. Rahoituskriisi tukee väitteen paikkansapitävyyttä, sillä se pakotti arvioimaan uudelleen rahoituksen ja reaalitalouden kasvua. (Cecchetti & Kharroubi, 2012.) Rahoitussektorin kehittymisen ja kasvun ei myöskään nähdä edistävän talouskasvua sääntelemättömässä velkavetoisessa ympäristössä, koska näissä olosuhteissa rahoitussektorin ylivalta voi johtaa epävakauteen ja kriiseihin. Olennaisena nähdään investointien tehokkuus, eikä niinkään investointien määrää, johon runsas velkarahan saatavuus helposti johtaa. (Gregorio & Guidotti, 1995.)

Kokonaaisuudessaan tulokset osoittavat, että rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun suhde on erilainen kehittyneissä ja kehittyvissä maissa. Rahoitusmarkkinoiden kehittämisen vaikutukset talouskasvuun vaihtelevat maakohtaisesti riippuen muun muassa maan kehitystasosta, instituutioista, ei-taloudellisista tekijöistä, sääntelystä, velkaantumisasteesta ja talouden avoimuudesta. Näyttää todennäköiseltä, että köyhissä maissa taloudellinen kehitys ei tapahdu samalla tavalla kuin teollisuusmaissa.

Kehittyvissä maissa agregaattitasolla vaikutuksen suunnan nähdään kulkevan talouskasvusta rahoitusmarkkinoihin, jotta rahoitussektorin tuotteille ja palveluille syntyy tarvetta ja kysyntää. Vaikutuksen suunta voi kuitenkin yksittäisten talouksien kohdalla olla päinvastainen. Instituutioiden puute luo tarpeen innovatiivisille rahoitustuotteille, muun muassa mikrolainoille, joilla mahdollistetaan yksityisyrittäjänä toimiminen. Ilman alkurahoitusta yritystoimintaa olisi mahdotonta käynnistää.

Kehittyneissä maissa rahoitusmarkkinoilla ja talouskasvulla arvioidaan olevan pitkän aikavälin yhteys, minkä seurauksena rahoitusmarkkinat voivat joko edistää tai hidastaa talouskasvua. Kehittyneissä maissa tehokkaat rahoitusmarkkinat näyttävät edistävän talouskasvua, mutta lisäksi täytyy huomoida, että kasvun taustalla saattaa olla muitakin tekijöitä, kuten esimerkiksi kasvua tukevia instituutiota ja muita ei-taloudellisia vaikuttimia. Kasvun hintana on kuitenkin resurssien osittainen siirtyminen reaalitaloudesta rahoitussektorille. Rahoitusektori kilpailee pääomasta ja työvoimasta reaalitalouden kanssa, minkä vuoksi rahoitussektorin liiallinen kasvu ei enää edistä reaalitalouden kasvua.

Suomi kuuluu kehittyneiden maiden joukkoon. Ajankohtaista ja täsmällistä tietoa Suomen kehityksestä sekä kilpailukyvyn potentiaalista tarjoaa vuosittain julkaistut tutkimusra-

portit. Suomi kuuluu Euroopan unionin jäsenmaiden innovointikykyä arvioivien Innovation Union Scoreboard -mittareiden mukaan euroalueen innovaatiojohtajien ryhmään (Hollanders & Es-Sadki, 2014). World Economic Forumin vuoden 2015 raportissa globaalin kilpailukyvyyn indeksillä mitattuna Suomen kilpailukyky arvioitiin maailmanlaajuisessa tarkastelussa neljänneksi parhaimmaksi (Schwab, 2015). Suomen rahoitusmarkkinat arvioidaan kohtuullisen kokoisiksi ja niiden kehittämisen arvioidaan lisäävän talouskasvua, jos rahoitussektori ei syrjäytä reaalitalouteen suuntautuvia investointeja.

Rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun suhteesta innostuttiin tuottamaan tutkimuksia erityisen paljon 1990-luvulta alkaen endogeenisen kasvuteorian esiinnousun myötä (Koivu, 2001, 37). Endogeenisen kasvuteorian vaikutukset tuloksiin näkyvät erityisesti taulukon 4.1 uudemmissa tutkimuksissa. Endogeenisessä kasvuteoriassa pitkällä aikavälillä tärkein tuotannon kasvuun vaikuttava tekijä on teknologian kehitys, joka nähdään ihmisen tietoisien toiminnan lopputuloksena, eikä eksogeenisesti ulkoapäin annettuna. (Ratinen, 2008).

Endogeenisen kasvuteorian mukaan tuotannon määrään taloudessa vaikuttavat tuotantopanokset eli työvoiman ja pääoman määrä sekä kokonaistuottavuus, jolla tarkoitetaan tuotantoteknologian tasoa. Tuotantoteknologia merkitsee teknisen kehityksen tasoa sekä kaikkia niitä tietoja, ideoita ja osaamista, joiden avulla raaka-aineista tehdään valmiita tuotteita. Työn tuottavuuden taso määritellään tyypillisesti tuotannon määräksi yhtä työpanosyksikköä kohti, kuten esimerkiksi yhtä työtuntia kohti. Aineeellisen hyvinvoinnin tasoa mitataan tyypillisesti asukasta kohden lasketulla bruttokansantuotteen määrällä. (Ratinen, 2008).

Tuotannon määrä kasvaa, jos kokonaistuottavuudessa tapahtuu positiivista kehitystä, tai tuotantopanosten eli työvoiman ja pääoman määrät kasvavat. Kokonaistuottavuutta voidaan kasvattaa tuotantoteknologiaa kehittämällä sekä tuotantopanoksia uudelleen kohdistamalla. Tuotantoteknologiaa kehittämällä saadaan samalla panosmäärällä aikaisempaa suurempi tai parempilaatuinen tuotos. Tämä toteutetaan tutkimus- ja kehitystyön avulla tai ottamalla mallia muista. Teknisen kehityksen lisäksi tuotantoteknologian tasoa voidaan nostaa esimerkiksi kouluttamalla työntekijöitä tai kehittämällä organisaatiota ja liiketoimintaa. Toinen kokonaistuottavuuden kasvun lähde on tuotantopanosten eli

työn ja pääoman uudelleen kohdentuminen työ- ja pääomamarkkinoilla tehottomista tuotantoyksiköistä tehokkaampiin. (Heimonen et al., 2010; Ratinen, 2008.)

Pitkän aikavälin talouskasvun tärkein tekijä on kokonaistuottavuuden kasvu, johon hyvin toimivan rahoitusjärjestelmän avulla voidaan vaikuttaa. Rahoitusmarkkinat parantavat kokonaistuottavuutta kohdistamalla ulkoista rahoitusta valikoivasti niille hankkeille ja yrityksille, joihin sijoittamalla voi saada keskimääräistä tasoa korkeampia odotettuja tuottoja suhteessa riskiin. Näin ollen investointeja tehdään kasvaville toimialoille enemmän ja supistuville puolestaan vähemmän. Rahoitettavien yritysten onnistunut valikointi johtaa uusien innovaatioiden ja teknologioiden löytämiseen tehden vanhat tarpeettomiksi. Tämä aiheuttaa niin sanotun luovan tuhon eli talouden uusiutumisen ja tehokkaampien tuotantoteknologioiden leviämisen, jotka edistävät talouskasvua. (Heimonen et al., 2010, 189–197.)

Kokonaistuottavuutta lisää myös sijoitusten likvidisyys, rahoitussektorin tuottama tieto sijoituskohteista sekä mahdollisuudet hajauttaa riskiä. Näin varoja pystytään kanavoimaan tuottavimmille hankkeille huolimatta niiden riskipitoisuudesta ja mahdollisesta pitkästä kestästä. Likviditeetti syntyy edullisuudesta. Tällöin markkinoilla ei ole turhia kuluja, jotka haittaisivat transaktioiden toteuttamista. Rahoitusriskin jakaminen kannustaa yrityksiä myös erikoistamaan tuotantoaan, mikä tuo tehokkuussäästöjä ja teorian mukaan kiihdyttää talouskasvua. (Koivu, 2001, 14–36.)

Endogeeninen kasvuteoria osoittaa tutkimus- ja kehityssektorin tehtäväksi innovaatioiden keksimisen. Uuden tuotteen synnyttyä kilpailua ei vielä ole eli valmistaja saa monopolivoin, jolla se pystyy korvaamaan tutkimus- ja kehitysmenot. Suuret kiinteät tutkimus- ja kehitysmenot lisäävät kehittäjän taloudellisia riskejä, minkä vuoksi tilanne ei ole pareto-optimaalinen. Näin ollen talouskasvuun on mahdollista vaikuttaa instituutioiden ja kansantalouden eri aloille kohdistuvien politiikkojen avulla. Näin myös rahoitussektorilla on teorian mukaan suuremmat mahdollisuudet vaikuttaa talouden kasvuvauhtiin. (Koivu, 2001, 13–14.)

Rahoitussektori vaikuttaa talouskasvuun myös pääomapanoksen kautta kasvattamalla investointeihin suuntautuvien säästöjen osuutta, vaikuttamalla säästämisasteeseen ja mahdollistamalla nettopääoman tuonnin kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta. Rahoitusmark-

kinoiden toiminnan tehostuessa yhä suurempi osa säästöistä suuntautuu investointeihin, kun esimerkiksi transaktiokulut ja rahoitussektorin ylläpitämisen kulut vähenevät. (Koivu, 2001, 15–36.) Pääomaintensiteetin eli investointien määrän kasvattaminen lisää tuotannon määrää edistämällä aineellista hyvinvointia.

4.2 Vaihtoehtoisten lähteiden vaikutukset talouskasvuun

Osakemarkkinoita tutkimalla on pyritty selvittämään, miten tiedon hankinta ja riskien hajauttaminen vaikuttaa pääoman tuottoon. Lisäksi on tutkittu, kuinka osakemarkkinat vaikuttavat talouskasvuun, ja onko vaikutus suurempi kuin pankkirahoitusta käytettäessä. Sen sijaan tutkimuksissa on pääosin sivuutettu joukkovelkakirjat huolimatta siitä, että niitä käytetään laajalti yritysten ulkoisen rahoituksen hankkimiseen. Pääomasijoitusrahoituksen taloudellisista vaikutuksista ollaan oltu laajalti kiinnostuneita Euroopassa, mutta riittävän pitkien ja kattavien aineistojen puute rajoittaa tutkimista. Siksi pääosa akateemisesta tutkimuksesta on tuotettu Yhdysvalloissa, jossa pääomasijoitusrahoituksella on pidemmät perinteet. (Strömberg, 2009.)

Markkinaehtoisten rahoituslähteiden vaikutuksesta nimenomaan Suomen talouskasvuun on tutkimuksia tuotettu niukasti. Tutustumalla yleisemmän tason tutkimustuloksiin pyritään saamaan näkemys siitä, kuinka vaihtoehtoiset rahoituslähteet vaikuttavat talouskasvuun kehittyneissä maissa. Valituissa tutkimuksissa Suomi on kuitenkin usein osana aineistoa. Rajaus kehittyviin maihin pohjautuu edellisen luvun havaintoon siitä, että rahoitusmarkkinoiden vaikutus on erilainen kehittyneissä maissa kuin kehittyvissä, ja että Suomi kuuluu nimenomaan kehittyneiden maiden joukkoon. Yritysten julkisen rahoittamisen vaikutuksista on Suomessa on tuotettu paljon tutkimusta, mutta julkisen tuen suoraa vaikutusta talouskasvuun ei ole tutkittu.

Teoreettisessa kirjallisuudessa osakemarkkinoiden likviditeetin arvioidaan pienentävän sijoittajan riskiä. Kun sijoituksia voi helposti ostaa ja myydä, sijoittaja voi hajauttaa omistuksensa ja toimia haluamansa ajan pitkienkin hankkeiden rahoittajana. Yritysten

on vastaavasti helpompaa saada osakemarkkinoilta uutta pääomaa myös riskipitoisia ja pitkäaikaisia hankkeita varten, kun varoja kerätään useilta sijoittajilta, jotka voivat vaihtua joustavasti hankkeen aikana. Arvopapereihin liittyvä pienempi riski ja helppo saatavuus edistävät pääoman tehokasta allokoitumista, mikä on tärkeä talouskasvun kanava. Pääosin likviditeetti mielletään osakemarkkinoiden positiiviseksi ominaisuudeksi, mutta vaikutus voi kääntyä negatiiviseksi, jos säästämisaste pääoman likvidisyyden seurauksena laskee. (Arestis et al., 2001.)

Toinen osakemarkkinoille keskeinen piirre on hinnan volatiliteetti, joka voi sekä edistää että estää varojen tehokasta allokoitumista. Volatiliteetti on sopivissa mittasuhteissa toivottu ilmiö osakemarkkinoilla, sillä se merkitsee uuden informaation heijastumista hintoihin. Liiallinen volatiliteetti puolestaan heijastaa osakemarkkinoiden irtautumista fundamenteistaan, jolloin osakemarkkinoille syntyy noususuhdanteessa kupla. Tällöin resurssit on allokoitu tehottomasti, mikä haittaa investointien tuottavuutta ja vähentää kasvua. Lisäksi osa sijoittajista voi volatiliteetin eli riskin ja epävarmuuden kasvaessa vetäytyä markkinoilta, mikä heikentää pääomamarkkinoiden aktiviteettia. (Arestis et al., 2001.) Likviditeetti ja hinnan volatiliteetti nimetään tärkeiksi muuttujiksi myös monissa osakemarkkinoita empiirisesti lähestyvissä tutkimuksissa.

Rahoitusmarkkinoiden kehityksen ja talouskasvun nopeuden välistä suhdetta tutkittiin empiirisesti 1990-alkupuolella paljon poikkileikkausanalyysin avulla. Tällä menetelmällä saadut tutkimustulokset pääosin osoittavat rahoitussektorin olevan hyvin tärkeä talouskasvun taustatekijä. Vuosituhannen vaihteessa otettiin laajalti käyttöön aikasarja-analyysi, jolla pystytään edeltäjänsä paremmin huomioimaan kasvuvauhdissa tapahtuvat hyppäykset ja maiden väliset erot. Aikasarja-analyysillä ei ole löydetty selvää kausaalisuuden suuntaa rahoitussektorin kehittymisen ja talouskasvun välille. (Koivu, 2001, 37.)

Osakemarkkinoihin ja muihin markkinaehtoiisiin rahoituslähteisiin liittyvien empiiristen tutkimusten ydintulokset on koottu taulukkoon 4.2.

Taulukko 4.2: Markkinaehtoisten lähteiden vaikutukset talouskasvuun

Rahoituslähde	Tutkija	Vaikutus talouskasvuun	Tutkimusaineisto
Osakemarkkinoiden kehittäminen	Boubakari (2010)	Aktiiviset ja likvidit osake-markkinat edistävät talouskasvua.	FR, UK, NL, BE, PT 1995–2008
	Obstfeld (1992)	Kansainvälinen hajauttaminen → mahdollisuus lisätä riskiä ja tuottoa → kulutus lisääntyy johtaa merkittävään hyvinvoinnin kasvuun.	64 maata, sis. Suomi kehittyneitä ja kehittyviä 1960–1987
	Adamopoulos (2010)	Osakemarkkinoilla on suurempi vaikutus Suomen talouskasvuun pankkisektoriin verrattuna.	15 EU maata, sis. Suomi 1965–2007
	Levine & Zervos (1998)	Osakemarkkinoiden likviditeetti sekä pankkijärjestelmän kehittyminen edistävät talouskasvua.	47 maata, sis. Suomi kehittyneitä ja kehittyviä 1976–1993
	Levine & Beck (2002)	Osakemarkkinoiden likviditeetti ja pankkisektorin kehittäminen lisäävät talouskasvua.	40 maata, sis. Suomi kehittyneitä ja kehittyviä 1976–98
	Arestis et al. (2001)	Osakemarkkinat voivat vaikuttaa talouskasvuun. Vaikutus on pieni pankkisektoriin verrattuna.	DE, US, JP, UK, FR 1968–1998
Pääomasijoitusten kasvattaminen	Leahy et al. (2001)	Käteisvarat, pankkitalletukset ja osakemarkkinat edistivät talouskasvua, mutta osakemarkkinoiden vaikutus on suurin.	19 OECD-maata kehittyneitä sis. Suomi 1970–1997
	Samila & Sorenson (2009)	Lisää uusien yritysten määrää, työllisyyttä ja talouskasvua. Positiiviset heijastusvaikutukset edistävät useamman yrityksen syntymistä, kuin mihin sijoitukset suoranaisesti kohdistuvat.	Yhdysvaltojen metropolialueet 1993–2002
	Keuschnigg (2004)	Yrittäjän teknologiaosaaminen + pääomasijoittajan liiketoiminta-osaaminen ja rahoitus → endogeeninen talouskasvu	Kirjallisuuskatsaus ja teoreettinen tutkimus
	Alén (2012)	Pääomasijoituksia saaneet yritykset kasvavat keskim. 29 %/vuodessa verrokkeja nopeammin.	Suomi 282 kohdeyhtiötä 2002–2008
Joukkovelkakirja-markkinoiden kehittäminen	Fink et al. (2003)	Suomessa jvk-markkinoilla ja talouskasvulla pitkän aikavälin keskinäinen riippuvuus.	EU15, US, JP, SE, NO 1950–2000
Joukkorahoitus	Wardrop et al. (2015)	Euroopassa kerättiin joukkorahoituksella v. 2014 yht. 2,957 miljardia €. Kasvu 144 % vuoteen 2013 verrattuna. Vuoden 2015 ennuste 7 miljardia €. Suomessa kerättiin vuonna 2014 17 miljoonaa €.	Euroalue 27 maata, sis. Suomi 2012–2014

Osakemarkkinoiden vaikutuksesta talouskasvuun löytyy enemmän tutkimustuloksia kuin muista markkinaehtoisista lähteistä, vaikkakin aihetta on lähestytty empiirisesti verrattain vähän. Osakemarkkinat edistivät talouskasvua Ranskassa (FR), Isossa-Britanniassa (UK) ja Alankomaissa (NL), joissa markkinat olivat likvidit ja aktiiviset. Sen sijaan Portugalissa (PT) ja Belgiassa (BE) osakemarkkinoiden vaikutus talouskasvuun ei ollut merkittävää. (Boubakari, 2010.) Sijoitukset voidaan osakkeiden avulla hajauttaa kansainvälisesti. Tällöin sijoitukset voidaan suunnata matalan riskin ja tuoton alueilta korkeamman riskin ja tuoton alueille. Hyvinvointi parantuu merkittävästi kulutuksen kasvun kautta. (Obstfeld, 1992.)

Tutkijat ovat pyrkineet myös vertaamaan, kummalla on suurempi vaikutus talouskasvuun, osakemarkkinoiden vai pankkisektorin kehittämisellä. Osakemarkkinat ja pankit ovat selkeästi substituoituvia, sillä yrityksen laskiessa liikkeelle osakkeita sen lainatarve pankeista laskee. Toisaalta tutkijat pitävät todennäköisenä, että aggregaattitasolla osakemarkkinoiden kehitys kulkee käsi kädessä pankkisektorin kehittymisen kanssa. (Arestis et al., 2001.) Pankkisektorin vaikutuksia talouskasvuun voidaan arvioida muun muassa tutkimalla, kuinka hyvin pankin tunnistavat kannattavia liiketoimintoja, suuntaavat niihin resursseja, vaikuttavat yrityksen johtamiseen ja riskien hallintaan sekä edistävät transaktioiden syntymistä (Levine & Zervos, 1998). Osakemarkkinoiden vaikutusta selvittää esimerkiksi tarkastelemalla likviditeetin, volatilitateetin tai osakemarkkinoiden koon vaikutusta reaaliseseen bruttokansantuotteeseen (Arestis et al., 2001).

Suurin osa empiirisistä tutkimuksista toteaa osakemarkkinoiden kehittämisen edistävän talouskasvua. Eriäviäkin näkemyksiä löytyi, sillä Arestis et al. (2001) havaitsivat volatilitateetilla olevan negatiivisia vaikutuksia tiettyjen maiden reaalitalouden toimintaan. Tutkimusten perusteella voidaan yleistää, että osakemarkkinoiden likviditeetti ja pankkijärjestelmän kehitys edistävät kasvua. Keskinäisessä vertailussa osakemarkkinoiden kuitenkin todettiin lähes pääsääntöisesti edistävän talouskasvua enemmän (ks. esim. Adamopoulos, 2010; Beck & Levine, 2004; Levine & Zervos, 1998; Leahy et al., 2001). Jotta rahoitusjärjestelmän ja pitkän aikavälin talouskasvun suhdetta ymmärrettäisiin perusteellisemmin, tarvitsimme teorioita siitä, kuinka osakemarkkinat ja pankit edistävät samanaikaisesti talouskasvua tarjoamalla erilaisia rahoituspalveluita (Beck & Levine, 2004; Levine & Zervos, 1998).

Tuloksista päätellään, että Suomen osakemarkkinat voivat lisätä talouskasvua, jos markkinat ovat riittävän likvidit ja aktiiviset. Tarkemman vastauksen saamiseksi asiaa pitäisi tutkia Suomen osakemarkkinoita koskevan tilastollisen aineiston avulla. Suomen osakemarkkinoita kehitetään aktiivisemmiksi ja likvidimmiksi, mikä tutkimustulosten perusteella on todennäköisesti kasvua edistävää.

Samila ja Sorenson (2009) havaitsivat, että pääomasijoitusten määrän kasvattaminen lisää alueelle perustettujen uusien yritysten määrää ja talouskasvua. Tutkijat olettavat ainakin osan työllisyys- ja tulovaikutuksista johtuvat siitä, että pääomasijoitusten avulla yrittäjät voivat luoda arvoa toteuttamalla ideoita, joihin ei muulla tavoin löytyisi rahoitusta. Pääomasijoitusta tarjoavat tahot täyttävät sen ryhmän tarpeen, joka haluaa rahoitusta korkean riskin ja suuren epävarmuuden sisältäville ideoille. Tutkimuksen tulokset tukevat yleisempää oletusta, että rahoituksen välittäjät tehostavat varojen allokointia ylijäämäsektorilta alijäämäiselle edistäen näin kasvua.

Tulosten perusteella pääomasijoitukset edistävät useamman yrityksen syntymistä, kuin mihin sijoitukset suoranaisesti kohdistuvat. Syyksi arvioidaan, että yrittäjyyttä harkitsevat saattavat arvioida rahoituksen saamisen todennäköiseksi ja sisällyttää pääomasijoitukset laskelmiinsa, kun rahan tarjonta lisääntyy. Lisäksi otaksutaan, että pääomasijoituksin rahoitetuissa yrityksissä syntynyt hiljainen tieto ja motivaatio yrittäjyyteen saattaa siirtyä työntekijöille, mikä mahdollistaa spin-off yritysten syntymisen. Spin-off -yritykset ovat uusia yrityksiä, joiden liiketoiminnan taustalla on toisessa, niin sanotussa emoyrityksessä kehitetty vielä käyttämätön teknologia tai liikeidea. (Diego, 2012.)

Keuschnigg (2004) puolestaan korostaa, että rahoituksen lisäksi pääomasijoittajan osaaminen on merkittävässä roolissa kasvuvaikutusten realisoitumiseksi. Yrittäjän merkittävin panos yritystoimintaan on teknologiaan liittyvät avainideat, kun taas pääomasijoittaja tukee yrityksen toimintaa liiketoimintaosaamisellaan ja johtamiseen liittyvillä neuvoillaan. Näin tuottava ja aktiivinen pääomasijoitusala kasvattaa innovaatioihin pohjautuvaa endogeenista talouskasvua.

Pääomasijoitusrahoitus voi hyvinkin tuottaa Suomen yrityksiin samanlaisia positiivisia ulkoisvaikutuksia, joita Samilan ja Sorensonin ulkomaisissa tutkimuksissa mainittiin. Myös Keuschniggin tutkimustulosta voi soveltaa Suomen rahoitusmarkkinoihin. Innovaatiot ja ra-

hoitus eivät yksin riitä synnyttämään menestyviä yrityksiä, vaan kasvun aikaansaamiseksi tarvitaan lisäksi osaamista tuotteen kaupallistamiseen ja markkinoille vientiin. Suomalaisiin yrityksiin kohdistunut Alénin (2012) tutkimus osoittaa, että pääomasijoituksia saaneiden yritysten kasvuvauhti on merkitsevästi suurempi, kuin muiden samassa tilanteessa olevien yritysten. Pääomasijoittajien kohdeyhtiöiden liikevaihdot kasvoivat keskimäärin 1,2 miljoonasta eurosta 2,2 miljoonaan euroon, kun se vertailuryhmän yrityksissä kasvoi keskimäärin 1,3 miljoonasta 1,7 miljoonaan euroon. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry, 2012.)

Tuloksena esitetään, että pääomasijoitusten kasvattaminen viittaa rakennemuutosta tukevaan ja kasvua edistävään suuntaan. Saman suuntaiseen tulokseen päädytään joukkovelkakirjojamarkkinoiden osalta. Fink et al. (2003) tutkimus osoittaa, että joukkovelkakirjamarkkinat vaikuttavat positiivisesti Suomen talouskasvuun, mutta yhden empiirisen tutkimuksen perusteella asiasta ei voi tehdä yleistäviä päätelmiä.

Joukkorahoituksesta ei ole vielä tehty empiirisiä tieteellisiä tutkimuksia, jotka selittäisivät tämän rahoitustavan vaikutuksia talouskasvuun. Pääpaino on tutkimuksissa ollut uuden rahoitustavan sekä sen toimintalogiikan, hyötyjen ja ongelmakohtien kuvailussa sekä ymmärtämisessä. Joukkorahoituksen kehittämisestä on myös paljon kirjallisuutta. Joukkorahoituksen avulla kerätyistä rahamääristä on kuitenkin jo tietoja. Niiden avulla saadaan käsitys siitä, kuinka paljon joukkorahoituksen avulla on rahoitettu pk-yritysten hankkeita, jotka eivät ehkä muulla tavoin olisi käynnistyneet.

Euroopassa joukkorahoituksen avulla kerättiin varoja pk-yrityksille yhteensä 2,957 miljardia euroa vuonna 2014. Tuolloin joukkorahoituksen koko volyymistä käytettiin 201 miljoonaa euroa alkuvaiheessa olevien kasvuhakuisten yritysten rahoittamiseen. Joukkorahoitusmarkkinat kasvoivat kokonaisuudessaan edelliseen vuoteen 2013 verrattuna yhteensä 144 % eli joukkorahoituksen käyttö pk-yritysten rahoituksessa lisääntyi erittäin nopeasti. Vuonna 2015 joukkorahoituksella kerättyjen varojen yhteismäärän ennustetaan olevan 7 miljardia euroa. Suomessa vuonna 2014 joukkorahoituksen avulla oli välitetty pääomaa pk-yrityksille yhteensä 17 miljoonaa euroa. Markkinoiden nähdään kasvaneen Euroopassa niin nopeasti, että joukkorahoituksesta arvioidaan tulleen yleinen tapa rahoittaa pk-yritysten toimintaa ainakin joissakin Euroopan maissa. (Wardrop et al., 2015.)

Näiden rahamäärien vaikutuksista ei ole vielä tarkempia tutkimustuloksia, mutta joukkorahoituksen mahdollisia vaikutuksia kasvuun voidaan eritellä teorian avulla. Aikaisemmin todettiin, että endogeenisen kasvuteorian mukaan pääoman määrän lisääminen kasvattaa tuotannon määrää. Aloittavilla ja uusille toimialoille suuntautuvilla yrityksillä voi kuitenkin olla ongelmia nimenomaan rahoituksen saatavuudessa, mikä estää tuotannon kasvattamisen tai koko yrityksen perustamisen. Edellä havaittiin, että joukkorahoituksen avulla välitetään jo huomattavia rahamääriä eurooppalaisille ja kasvavasti myös suomalaisille yrityksille. Joukkorahoituksen avulla hankittu pääoma voi lisätä tuotannon määrää kohdeyrityksissään edistämällä näin talouskasvua.

Lisäksi joukkorahoituksen arvioidaan sopivan erityisen hyvin uusien, aloittavien yritysten rahoitusmuodoksi ja sillä ajatellaan olevan oma erityinen roolinsa uusien työpaikkojen syntymisessä (Kallio & Vento, 2014). Kuitenkaan ei ole yhdentekevää, millaisia yrityksiä uuden rahoituksen turvin perustetaan. Teorian mukaan kokonaistuottavuus lisääntyy, kun ulkoinen rahoitus kohdistetaan valikoitavasti tuottoisimpiin yrityksiin. Mikäli joukkorahoitus edistää sellaisten yritysten syntymistä, joista tulee keskimääräistä tuottavampia, rahoitusmuoto parantaa kokonaistuottavuutta. Tällöin tuotannon määrä lisääntyy edistämällä talouskasvua. Jos taas rahoituksen saamisen jälkeen yritykset osoittautuvat keskimääräistä heikommin tuottaviksi, joukkorahoitus ei edistä kasvua ja yhteiskunnan näkökulmasta työvoiman kannattaisi siirtyä työskentelemään tuottavampaan yritykseen.

Tässä päättelyssä ongelmallista kuitenkin on, että työvoiman voi olla vaikeaa siirtyä yrityksestä toiseen tai vaihtaa toimialaa. Esimerkiksi koulutus ja osaaminen vaikuttavat paljon siihen, pystyykö työntekijä siirtymään yhteiskunnan kannalta tuottavampaan työhön. Jos siirtyminen ei onnistu, kansantalouden näkökulmasta parempi vaihtoehto on, että ihminen työllistää yritystoiminnan ja joukkorahoituksen avulla itsensä sekä kenties myös muita, eikä ota vastaan tulonsiirtoja.

Yritysten julkisen rahoituksen vaikutuksista on tehty runsaasti tutkimuksia. Tähän tutkielmaan pyrittiin poimimaan riittävän kattava otos niistä tutkimuksista, jotka auttavat eniten tutkimusongelman ratkaisussa. Julkisista rahoitustuotteista pyritään tunnistamaan ne instrumentit, jotka tukevat tehokkaimmin kasvua sekä arvioimaan koko tukivolyymin

vaikuttavuutta. Lisäksi tuodaan esiin julkisen rahoituksen synnyttämiä tehokkuustappioita. Julkisen rahoituksen taloudellisia vaikutuksia esitellään taulukossa 4.3.

Taulukko 4.3: Julkisen rahoituksen taloudelliset vaikutukset

Rahoituslähde	Tutkija	Vaikutus talouskasvuun	Tutkimusaineisto
Julkiset rahoitustuotteet	Pietarinen (2012)	Vaikuttavimmat tuotteet: Tekesin T&K-rahoitus, Finnveran, ELY-keskuksen ja Finnpron rahoitus sekä energiatuki.	Suomen yritysten rahalliset tuet ja tukipalvelut
	Viljamaa et al. (2013)	NIY-rahoituksella tuetut, yrityksille strategisesti tärkeät hankkeet olivat tuottavuusvaikutuksiltaan erityisen hyviä.	Kaikki Tekesin T&K-projekteissa 2002–2008 mukana olleet pk-yritykset, poislukien mikroyritykset.
	Tekes (2014)	Tekesin rahoittamista hankkeista 2/3 onnistuu kaupallisesti. Rahoitusta saaneista yrityksistä konkurssiin menee n. 1 %/v.	Tekesin asiakas-kysely 2013
	Tokila (2011)	2/3 yritysten tuetuista hankkeista olisi ollut korvattavissa muulla rahoituksella → tehokkuustappioita	Suomi 2000–2003 5477 projektia

Pietarinen (2012, 31–32) toteaa yritysten julkisen rahoituksen olevan perusteltua, jos rahoitus edistää tuottavuutta vahvistavaa rakennemuutosta, korjaa rahoituksen markkinapuutetta ja tuottaa positiivisia ulkoisvaikutuksia. Lisäksi Pietarinen edellyttää julkiselta rahoitustuotteelta riittävää kustannus-hyöty-suhdetta, ja rahoituksen tulee myös edistää kilpailuasetelman säilymistä markkinoilla. Muilla perusteilla myönnetyllä julkisella rahoituksella hän uskoo olevan koko talouden tuottavuuskasvua heikentävä vaikutus, koska alhaisen tuottavuuden yritykset eivät karsiudu pois, mikä pidättelee työvoiman siirtymistä kilpailussa menestyneisiin yrityksiin. Näissä tapauksissa julkisen rahoituksen tarjoamisella hidastetaan talouden rakenteellista muuttumista. Oletus työvoiman siirtymisestä tuottavampiin yrityksiin havaitaan samalla tavoin osittain ongelmalliseksi, kuin edellä selostettiin joukkorahoituksen yhteydessä.

Tutkimuksessa suoritettun arvioinnin perusteella vaikuttavimpiin julkisiin rahoitustuotteisiin kuuluvat Tekesin, Finnvera, ELY-keskuksen ja Finnpron tuet sekä energiatuki. Finnveran rahoituksen ja ELY-keskuksen tarjoaman yrityksen kehittämisavustuksen ongelma kuitenkin on, että suurin osa asiakkaista on tavanomaisia pk-yrityksiä, joiden rahoitustarpeen arvioinnissa pankeilla ei pitäisi olla ongelmia. Näiden tukien vaikuttavuus kasvaisi, jos varat suunnattaisiin rahoitusmarkkinapuutteen korjaamiseen, eli aloittaviin,

kansainvälistyviin ja uusia teknologioita hyödyntäviin yrityksiin. (Pietarinen, 2012.) Myös Työ- ja elinkeinoministeriön (2013, 57–60) tuottama tutkimus puoltaa hyvin samantyyppisiä tukiperusteita ja nimeää innovaatiotoiminnan ilmeiseksi kohteeksi, jossa hankkeen julkinen tukeminen on kannattavaa.

Pietarisen mukaan vaikuttavimpien tukien osuus oli 46 % koko tukivolyymistä ja niihin käytettiin 566 miljoonaa euroa julkisia varoja. Tehottomiksi ilmoitettiin kolmannes tukivälineistä ja niiden arvo oli 184 miljoonaa euroa. Runsas kolmannes tukivälineistä määriteltiin huonosti vaikuttaviksi tai rakennemuutosta hidastaviksi. Pietarisen lähtökohtana oli tarkastella tukia puhtaasti elinkeinopoliittisesta näkökulmasta. Arviot ovat subjektiivisia, vaikkakin asinatuntijatiimin tuella laadittuja. (Pietarinen, 2012, 29.) Kaikkia tässä tutkielmassa mainittuja rahoitustuotteita, muun muassa EU:n tarjoamia julkisia rahoitustuotteita, ei vielä ollut Pietarisen tutkimuksen aikana arvioinnin kohteena.

Koska Tekesin tukea pidetään kriittisimpänä kasvun kannalta, tutkitaan tätä tukimuotoa seuraavaksi tarkemmin. Viljamaa et al. (2013) tutkivat Tekesin tutkimukseen ja kehitykseen suunnattujen rahoitustuotteiden vaikuttavuutta, joista NIY-rahoitus poikkesi positiivisesti tuottavuuden suhteen. NIY-rahoitusta käyttäneet yritykset raportoivat, että tuen saaminen teki mahdolliseksi markkinanäkyvyyden, jolla oli huomattavia vaikutuksia liiketoiminnan kehittymiseen. Nämä tulokset ja positiivinen tuottavuuskehitys osoittavat, että yrityksille strategisesti tärkeät hankkeet ovat vaikutuksiltaan merkittävimpiä.

Tekes (2014) esittää rahoituksensa vaikutuksia koskevassa vuosikatsauksessaan runsaasti tuloksia, jotka liittyvät muun muassa kohdeyritysten ilmoittamaan tyytyväisyyteen ja arviointeihin tuen merkitykseen innovaatiotoiminnan onnistumisessa. Raportista ilmenee, että Tekesin rahoittamista pk-yrityksistä onnistuu kaupallisesti keskimäärin kaksi kolmasosaa. Konkurssiin Tekesin rahoitusta saaneista yrityksistä menee vuosittain noin prosentti, mikä on samaa tasoa kuin konkurssien osuus koko Suomen yrityskannasta.

Onnistumisprosentti ilmoitetaan siis hyväksi, ja konkurssien todennäköisyyden ei nähdä poikkeavan muista yrityksistä, vaikka Tekes esiintyy korkea riskisen tuotekehityksen innovaatorahoittajana. Kyse voi olla joko hyvin onnistuneesta kohdeyritysten valikoinnista tai vaihtoehtoisesti myös siitä, että riskipitoisia hankkeita ei valita rahoitettaviksi. Mikäli jälkimmäinen vaihtoehto pitää paikkansa, rahoitus tuottaa pienen riskin vuoksi myös

matalia tuottoja. Näiden tulosten lähteeksi on ilmoitettu Tekesin asiakaskysely tai lähdettä ei ole merkitty lainkaan. Asiakaskyselyä ei ole julkisesti saatavilla.

Vaikutuksen arvioinnista on siis tuotettu myös hyvin eritasoista materiaalia verrattuna edellä esiteltyyn Viljamaa et al. (2013) suorittamaan tutkimukseen, joka oli kattavasti raportoitu. Rahoituksen vaikutuksen arviointiin olisi hyvä tuottaa raportteja, joiden tulokset, käytetyt mittarit ja aineistot olisi selkeästi ja läpinäkyvästi esitetty, koska innovaatorahoitus ja sen kehittäminen nähdään tärkeinä tekijöinä talouskasvun kiihdyttämisessä.

Toisaalta yksittäisten tukien suoria vaikutuksia sekä kansantalouteen että yritysten talouteen on lyhyellä aikavälillä haasteellista arvioida, sillä tukimuodot kohdistuvat eri kohtiin tuotteen suunnittelun elinkaarta. Tuotteen kehitysvaihetta kuvataan teknologian valmiusasteella (eng. technology readiness level, TRL). Julkisille rahoitustuotteille on määritelty teknologian valmiusasteet, joita tuen on tarkoitus kattaa ja joihin myös tuen myöntäminen rajoittuu. Tekesin julkinen tuki on rajoitettu TRL-tasolle 6–7, kun taas esimerkiksi EU:n Horisontti 2020 pk-instrumentti kattaa tasot 3–9. (Euroopan komissio, 2014, 27.) Tuen vaikutus yrityksen talouteen sekä kansantalouteen ilmenee vasta tuotteen valmistumisen ja markkinoille viennin jälkeen pidemmällä aikavälillä. Onkin vaativaa arvioida yksittäisen tuen vaikutusta koko tuotteen kehityksen rahoitusprosessissa, joka voi koostua useammasta julkisesta tuotteesta ja mahdollisesti myös omarahoitusosuudesta.

Tekesin rahoituksen positiivisista vaikutuksista huolimatta pk-yritysten kiinnostusta Tekesin rahoitustuotteiden käyttöön voi heikentää jäykkyudet projektin toteutuksessa sekä tuen maksamisen ajankohta. Projektin käynnistyttyä yrityksen tulee noudattaa Tekesille lähettämäänsä projektisuunnitelmaa. Mikäli projektin toteutuksen aikana ilmenee tarve muuttaa suunnitelmaa, Tekesiltä tulee etukäteen hakea lupaa projektimuutoksiin. Lupaa ei välttämättä myönnetä, mikä voi hankaloittaa projektin aikana mahdollisesti syntyvän uuden tiedon hyödyntämistä hankkeen toteutuksessa.

Tekesin rahoitus maksetaan pääsääntöisesti jälkikäteen toteutuneiden kustannusten perusteella. Kaikissa muissa yksityisen ja julkisen tahon rahoitustuotteissa ainakin osa rahoituksesta maksetaan etukäteen ennen kustannusten syntymistä. Yrityksen kannalta kuluttaminen ennen rahoituspäätöksen saamista sisältää riskin, että haettua rahoitusta ei myönnetä, mikä saattaa aiheuttaa yritykselle taloudellisia ongelmia tai estää koko projek-

tin aloittamisen. Erityisesti suuren riskin sisältävät hankkeet, joilla on potentiaali myös korkeaan tuottoon, voivat jäädä käynnistämättä riskiä jakavan tahon puuttuessa. Herää myös kysymys, olisiko kaikkiin rahoitusta saaneisiin projekteihin tarvittu julkista tukea lainkaan, mikäli ne pystyttiin toteuttamaan jo ennen tuen myöntämistä.

Tehokkuustappioita (eng. deadweight welfare loss) synnyttää se julkisen tuen osuus, joka olisi ollut korvattavissa muulla rahoituksella. Tokila (2011, 66–81) havaitsee deadweight-vaikutusta eli tehokkuustappioita yli 2/3 yritysten tuetuissa hankkeissa. Syrjäseuduilla eli Pohjois- ja Itä-Suomessa toteutettavat hankkeet olivat kuitenkin riippuvaisempia julkisesta tuesta kuin Etelä-Suomessa toteutettavat hankkeet. Tokilan mukaan merkittävä osa tuista käytetään deadweight-menoina, mikä osoittaa, että tehokkuustappiot ovat todellinen riski yritysrahoituksessa.

Tutkimukseen, kehitykseen ja innovaatioiden syntymiseen suunnatut julkiset rahoitus-tuotteet edistävät eniten kasvua ja positiivisten ulkoisvaikutusten syntymistä. Haasteellisuudestaan huolimatta näiden rahoitustuotteiden vaikuttavuutta kannattaa tutkia ja kehittää. Kokonaisuudessaan julkisen rahoituksen kyky edistää talouskasvua on tällä hetkellä kyseenalainen, koska suurin osa julkisista rahoitustuotteista ei nähtävästi täytä täysin tukeen oikeuttavia perusteita ja vain vajaa puolet rahoitusvälineistä arvioitiin tehokkaiksi. Vaikuttaviksi arvioidut tuet todennäköisesti edistävät kasvua, mutta tehottomien tukien ja deadweight-menojen suuri osuus voi heikentää huomattavasti julkisen rahoituksen kykyä edistää talouskasvua. Muutosten avulla julkisen rahoituksen toimivuutta ja tarkoituksenmukaisuutta voidaan todennäköisesti parantaa.

4.3 Sääntelyn keventämisen vaikutukset talouskasvuun

Tässä luvussa tarkastellaan, kuinka sääntelyn keventäminen rahoitusmarkkinoilla vaikuttaa talouskasvuun. Arvopaperilainsäädännön keskeisiin tavoitteisiin kuuluu läpinäkyvyyden edistäminen rahoitusmarkkinoilla, sijoittajien suojaaminen tehokkaan vaihdannan toteuttamiseksi sekä toimivien ja kilpailukykyisten arvopaperimarkkinoiden luominen. Lainsäädännön avulla pyritään vähentämään informaation epäsymmetriasta johtuvia agenttikustannuksia. Sääntelyä tulisi olla sopiva määrä, jotta se suojaaisi sijoittajaa ja

turvaisi läpinäkyvän kaupankäynnin, mutta sääntelyn vaatimukset eivät estäisi vaihdantaa. (Kanniainen, 2013, 77, 57.) Aihetta on tutkittu kahdella eri lähestymistavalla, ekonometris-ten menetelmien ja taloushistorian tarkastelun avulla. Tässä tutkielmassa haettiin tietoja molemmiin tavoin tehdyistä tutkimuksista ja julkaisuista.

Ekonometrisiä menetelmiä sovellettaessa tutkimusten aineisto koostui kymmenistä eri maista Suomi varsin usein mukaan lukien. Tutkimusten empiriaa edelsi aiheen teoreet- tinen tarkastelu avoimen ja suljetun talouden hyödyistä ja haitoista. Tutkijat pyrkivät selvittämään, mikä on rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnista seuraavien positiivisten ja negatiivisten vaikutusten yhteisvaikutus. Toinen tapa lähestyä aihetta on analyysi taloushistoriasta. Näiden tulosten avulla tehdään johtopäätöksiä ja arvioita, kuinka rahoi- tusmarkkinoiden sääntelyn keventäminen voisi vaikuttaa talouskasvuun ja työllisyyteen Suomessa. Koska tietojen soveltaminen Suomeen on lopullinen tarkoitus, on aineisto py- ritty mahdollisuuksien mukaan rajaamaan tutkimuksiin, jotka käsittelevät ainoastaan kehittyviä maita.

Perinteisesti avoimien markkinoiden, kuten vapaiden pääomamarkkinoiden tai tavaroiden ja palveluiden myynnin, nähdään edistävän hyvinvointia ja pitkän aikavälin talouskasvua. Kun poliittista autonomiaa heikennetään ja pääoman sallitaan virrata vapaasti, pääoman määrä lisääntyy ja käyttö tehostuu, sillä resurssit voidaan allokoida tuottavammin ja riskiä hajauttaa toisin kuin suljetussa taloudessa. Avoimet pääomavirrat voivat edistää hyvin toimivan rahoitusjärjestelmän syntymistä, joka tarjoaa markkinat velanotolle ja luotonannolle sekä lieventää asymmetrisestä informaatiosta ja transaktioista syntyviä kuluja. (Klein & Olivei, 2008.) Liberalisointi sallii taloudellisia rajoitteita kohtaavien yritysten ottaa enemmän lainaa ja toteuttaa investointeja. Haittapuolena on kuitenkin luottoriskien kasvaminen. (Tornell et al., 2004.)

Luottoriskien kasvaessa syntyy rahoitusympäristö, jossa häiriöalttius on suurta (Tornell et al., 2004). Sääntelyn keventäminen merkitsee varsin usein rahoitusosalalla raportointi- velvollisuuden vähenemistä, minkä seurauksena sijoittajilla on vähemmän informaatiota käytössään tehdessään sijoituspäätöksiä. Tällöin arvopapereiden laatua on vaikeampaa tunnistaa ja tartunnat, esimerkiksi heikkolaatuiset rahoitustuotteet, leviävät rahoitusmark- kinoiden välityksellä markkinoiden avauduttua. (Klein & Olivei, 2008.) Liberalisoinnin

nähdään aiheuttavan volatiliteettia makrotalouteen ja johtavan yhä useammin tapahtuviin kriiseihin (Ranciere et al., 2006). Rahatalouden sääntelyn keventäminen lievittää siis seurauksia, jotka syntyvät pääomamarkkinoiden epätäydellisyyksistä, mutta samalla myös häiriöherkkyys ja kriisien esiintymistiheys kasvavat (Ranciere et al., 2006).

Taulukossa 4.4 esitellään sääntelyn keventämisen seurauksena syntyviä hyötyjä ja haittoja sekä kuvataan niiden yhteisvaikutusta talouskasvuun. Yhteisvaikutus määrittelee, edistääkö vai heikentääkö liberalisointi talouskasvua.

Taulukko 4.4: Sääntelyn keventämisen vaikutukset talouskasvuun

Hyödyt	Haitat	Yhteisvaikutus	Tutkijat ja aineisto
Avoimien pääomamarkkinoiden tehokkuusedut: resurssien allokaatio riskien hajautus, ulkomainen velanotto ja luotonanto	Tartuntojen leviäminen	Rahoitusmarkkinoiden syventyminen ja konvergoituminen edellyttää riittävää instituutioiden tasoa.	Klein & Olivei (2008) 1986–1995 n. 100 maata
Vähentää taloudellisia rajoitteita. Investoinnit kasvavat velanoton ansiosta.	Lisää riskinottoa, aiheuttaa volatiliteettia makrotalouteen, kriisien suurempi esiintymistiheys	Nettokasvu oli noin 1 % per capita/vuosi.	Ranciere et al. (2006) 1980–2002, kehittyviä ja kehittyneitä maita
Liberalisoinnin jälkeen sääntelyä yleensä kehitetään.	Rahoitusmarkkinat ja kansainvälinen integraatio lisäävät pääomamarkkinoiden volatiliteettia	Kehittyneillä markkinoilla suhdannesyklien volatiliteetti laski.	Kaminsky & Schmukler (2003) 1973–1999 28 maata, kehittyneitä ja kehittyviä
	Kasvaneet luottoriskit sekä puutteet sopimusten toimeenpanossa ja valvonnassa aiheittavat epävakautta ja kriisejä.	Rahoitusmarkkinoiden syventyminen on syklinen prosessi, joka edistää talouskasvua. Edellyttää lainsäädännön kehittämistä ja sopimusten toimeenpanon valvontaan.	Tornell et al. (2004)

Osa tutkijoista arvioi, että yhteisvaikutus johtaa talouskasvuun. Toiset puolestaan päättelevät hyvinvoinnin laskevan ja talouden taantuvan. Ensin esitellään kasvuun päätyviä ja sen jälkeen liberalisointia kritisoivia tuloksia. Klein ja Olivei (2008) toteavat, että pääomavirtojen vapauttaminen lisää merkittävästi rahoitusjärjestelmän syvyyttä edistäen näin talouskasvua. Tutkijoiden mukaan rahoitusmarkkinoiden syventyminen edistää rahoitusjärjestelmien konvergoitumista. Tällöin maat, joiden rahoitusjärjestelmän syvyys oli alun perin matalammalla tasolla, saavuttivat niitä maita, joilla jo lähtökohtaisesti oli syvempi rahoitusjärjestelmä. Syventyminen edellyttää tiettyjen taloudellisten, juridisten ja sosiaalisten instituutioiden ja makrotalouteen liittyvät toimintatapojen olemassaoloa, minkä

vuoksi tutkijat päättelevät avoimien pääomamarkkinoiden edistävän rahoitusmarkkinoiden kehittymistä teollisuusmaissa.

Ranciere et al. (2006) tutkivat liberalisoinnin seurauksia hajottamalla ne kahteen eri vaikutukseen: positiiviseen ja negatiiviseen suoraan vaikutukseen. Normaalina aikoina liberalisoiduilla rahoitusmarkkinoilla talouskasvu on nopeampaa, mutta tuotanto supistuu merkittävästi rahoituskriisien aikana. Jotta liberalisoinnista koituisi hyötyjä, sen tulisi merkittävästi vähentää taloudellisia rajoitteita ja auttaa yrityksiä kasvattamaan investointeja velanoton avulla. Toiseksi, rahoituskriisejä pitäisi ilmetä riittävän harvoin, jotta edellä mainittu riskinotto olisi kannattavaa. Tulokseksi saatiin, että vuosittainen nettokasvu on noin 1 % per capita. Tutkijat olettavat, että pitkällä aikavälillä rahoitusjärjestelmän syventymisen ansiosta lisääntyneiden investointien positiiviset vaikutukset ovat suurempia kuin häiriöherkkyyden lisääntymisen, ja kriisien suuremman esiintymistiheyden aiheuttavat negatiiviset vaikutukset.

Kaminsky ja Schmukler (2003) puolestaan havaitsivat, että rahatalouden liberalisointi ei ole kasvattanut osakemarkkinoiden volatiliteettia pitkällä aikavälillä. Heidän mukaansa pääomien vapauttaminen on kannattavaa myös lyhyellä aikavälillä, sillä noususuhdanteet havaittiin suuremmiksi ja laskusuhdanteet vähemmän korostuneiksi. Tutkijat arvioivat tämän johtuvan siitä, että tutkimusjakson aikana rahoitusmarkkinoita koskevaa lainsäädäntöä yleensä uudistettiin muutaman vuoden päästä osittaisesta liberalisoinnista. Tämän seurauksena instituutioiden laatu parani ja suhdannesyörien volatiliteetti laski.

Mikäli erityisesti sopimusten toimeenpanoon ja valvontaan kohdistuvat uudistukset jätetään tekemättä, nopeaa kasvua seuraa myös satunnaiset kriisit. Sopimuksiin liittyvä lainsäädäntö määrittää, miten tehokkaasti markkinat allokoivat pääomia eri kohteisiin ja kuinka rahoituksen kysyntä ja tarjonta kohtaavat. Ilman riittävää oikeudellista suojaa kaupankäynti arvopaperimarkkinoilla on riskialtista. Riippumatta siitä, kumpaan vaihtoehtoon instituutioiden uudistamisen suhteen päädytään, rahoitusmarkkinoiden avaamisen jälkeinen kasvua kiihdyttävä rahoitusmarkkinoiden syventyminen ei ole tasainen, vaan syklinen prosessi. (Tornell et al., 2004.)

Kun tuloksia sovelletaan Suomen rahoitusmarkkinoihin, sääntelyn keventämisen seurauksia arvioitaessa keskeistä on vertailla avoimien pääomamarkkinoiden etuja niiden synnyttä-

miin haittoihin. Avoimemmat pääomamarkkinat voisivat vähentää Suomen pk-yritysten taloudellisia rajoitteita, lisätä investointeja ja edistää resurssien allokoitumista innovatiivisille yrityksille. Samalla kuitenkin häiriöalttius kasvaisi, koska Suomen rahoitusmarkkinat olisivat entistä saumattomammin yhteydessä globaaleihin vaikuttimiin.

Häiriöalttiutta voidaan vähentää kehittämällä instituutioita, erityisesti oikeusjärjestelmää, liberalisoinnin jälkeen. Markkinaosapuolten välisten sopimusten toimeenpanon tehokkuuden ja valvonnan kehittäminen edesauttaisi pääomien tehokasta allokoitumista. Liberalisoinnin hyötyjen ja haittojen yhteisvaikutus on havaittu edellä esitellyissä tutkimuksissa talouskasvua edistäväksi. Tämän vuosi myös Suomessa sääntelyn keventämisen arvioidaan lisäävän kasvua, jos kasvua tukevat uudistukset samalla toteutetaan.

Sääntelyn keventämisen haittapuolet ei tällä hetkellä nähdä uhkaavan Suomen tai maailmantalouden vakautta, koska pääomavirrat ovat Suomen pk-yritysten rahoituksessa vielä pieniä. Huomionarvoista kuitenkin on, että pääomamarkkinoiden kehittäminen on koko euroalueen laajuinen kehitysprojekti, jossa rahoitusmarkkinoita pyritään tehostamaan muun muassa lainsäädäntöä yhtenäistämällä ja poistamalla rajat ylittävien sijoitusten esteitä. Tulevaisuudessa pk-yritysten pääomavirrat voivat Euroopan tasolla olla sen verran merkittävät, että vakausrakennemuutoksetkin täytyy huomioida, mikäli sääntelyä edelleen puretaan.

Rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin vaikutuksia ovat tutkineet muun muassa Varoufakis, Quiggin ja Stiglitz analysoimalla taloushistoriaa. Heidän teoksistaan nousi esiin kolme keskeistä näkökulmaa, joiden avulla voidaan ymmärtää rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin vaikutuksia talouskasvuun. Sääntelyyn vaikuttavat teemat ovat tehokkaiden markkinoiden hypoteesi, rahoitusmarkkinoiden koko ja likviditeetti sekä sijoittajasuoja.

Keskeisin markkinaliberalismia puoltava ja myös sitä vastaan toimiva teoria on tehokkaiden markkinoiden hypoteesi. Ennen teorian laajamittaista hyväksyntää toisen maailmansodan jälkeisessä jälleenrakennuksessa näkyi vahvasti Keynesin vaikutus ja hänen pyrkimyksensä edistää kansantalouksien ja kansainvälisen talousjärjestelmän elpymistä. Vuonna 1944 Bretton Woodsissa järjestetyissä neuvotteluissa merkittävä yhteinen linjaus oli, että rahoitusmarkkinoita säännellään tiukasti sekä kansainvälisellä että kansallisella tasolla. Sääntelyssä oli maakohtaisia eroja, mutta vaikutukset olivat lähes kaikkialla samansuun-

taisia. Finanssikriisit katosivat lähes täysin teollistuneista maista ja elettiin keynesiläistä nousukautta. (Quiggin, 2014, 57.)

Sääntelyolosuhteissa 1950–1960-luvuilla oli vaikeaa tehdä voittoja, mikä voi olla yksi syy siihen, että rahoitusmarkkinoiden vapautta puoltavat teorisoinnit herättivät laajalti kiinnostusta. Eugene Faman 1970-luvulla julkaisema tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on markkinaliberalismin tärkein teoreettinen oppi. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan osake- tai muilla arvopaperimarkkinoilla määräytyvät hinnat ovat paras mahdollinen arvio oikeasta hinnasta. Tällöin rahoitusta saavat ne investoinnit, joiden markkinatuotot ovat korkeimmat. Näin investoinnit ohjautuvat tehokkaasti oikeisiin kohteisiin sekä myös yhteiskunnallisesti parhaalla tavalla. Koska teoria sisältää oletuksen, että arvopaperimarkkinoille ei voi muodostua kuplia, se myös väitti finanssimarkkinoiden hillitsevän taloudellisia riskejä. Taloustieteen teorialla siis perusteltiin rahoitusmarkkinoiden vapauttamista sääntelystä. (Quiggin, 2014, 58–65; Varoufakis, 2011, 139–142.)

Markkinaliberalismin uskottiin tuovan pysyvää vakautta, kun keynesiläinen talouspolitiikka nousujohteisen ajan jälkeen päättyi 1970-luvulla epäonnistumiseen. Sääntelyn purkaminen alkoi Bretton Woods -järjestelmän alasajolla 1970-luvun alussa. Seuraava vaihe oli valuuttakurssien ja kansainvälisten pääomavirtojen sääntelyn purkaminen 1980-luvun puolivälissä. Kansallisten sääntelyjärjestelmien purkaminen kesti pidempään, joten vasta 1990-luvulta alkaen finanssijärjestelmän häiriöt voidaan nähdä todisteina tehokkaiden markkinoiden hypoteesia vastaan. (Quiggin, 2014, 72–73.)

Rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnista huolimatta julkisvalta toimi perimmäisenä takajana eivätkä markkinat siksi olleet täysin sääntelemättömät. Aikaisemmin järjestelmän pääpaino oli säästäjien varojen turvaamisessa ja talouden vakauden säilyttämisessä, kun taas sääntelyn keventämisen jälkeen keskeistä oli innovaatioiden edistäminen ja riskienhallinnan yksinkertaistaminen. (Quiggin, 2014, 100.)

Riskienhallintaa pyrittiin tehostamaan laskemalla laajalti liikkeelle ja myymällä omaisuusvakuudellisia arvopapereita, muun muassa yhteen paketoituja asuntolainoja, kulutusluottoja, yrityslainoja ja muita strukturoituja tuotteita. Arvopaperistaminen johti rahoituksen välittäjien kannustimien vääristymiseen ja heikensi heidän halukkuuttaan arvioida lainanottajien maksukykyä. (Varoufakis, 2011, 6–9, 129–133; Honkapohja, 2011.) Rahoitus-

tuotteiden luomisessa ja riskien arvioinnissa käytettiin olettamuksia, jotka osoittautuivat virheellisiksi (Varoufakis, 2011, 127–133, 150).

Arvopapereiden ylikysyntä synnytti erittäin suuren kuplan osakemarkkinoille, kun pörssin kehitys irtautui todellisuudesta ja osakkeiden arvo nousi kestäättömälle tasolle. Heikkotasoiset rahoitustuotteet levisivät nopeasti ja tartunnanomaisesti Yhdysvaltojen suurimmista finanssitaloista kaikkialle länsimaihin, koska pääomavirroista on globalisoituneessa taloudessa haluttu tehdä rajat ylittäviä ja likvidejä. (Varoufakis, 2011, 113–114). Silti yleisesti uskottiin, että oli luotu rahoitusinnovaatio, jolla pystyttiin paremmin hallitsemaan velkavetoisen kasvun riskejä ja saamaan tuottoja. Uudentyyppiset velkapaperit yhdessä muiden tekijöiden kanssa johtivat finanssikriisiin vuonna 2008, josta seurasi talouden taantuma. (Varoufakis, 2011, 122–123.)

Vuoden 2008 finanssikriisi osoitti tehokkaiden markkinoiden hypoteesin varaan rakennetut sääntelyjärjestelmät epäonnistuneiksi. Näin ollen uusia teorioita ja malleja ei voi rakentaa yksinomaan oletukselle, että sääntelemättömät rahoitusmarkkinat toimivat hyvin eikä markkinoilla synny kuplia, ylivelkaantumista ja liiallista volatilitteettia. (Honkapohja, 2011; Quiggin, 2014, 19, 20.) Historia on osoittanut, ettei rahoitusmarkkinoitten itsesääntelyyn voi luottaa, vaan lisäksi tarvitaan julkisen vallan ohjausta. Sääntelemättömät rahoitusmarkkinat ovat taipuvaisia epävakauteen, minkä vuoksi rahoitusjärjestelmä tarvitsee tuekseen riittävän määrän sääntelyä ehkäisemään kriisien syntymistä ja tukemaan kasvua.

Pääomamarkkinoiden avaaminen ja talouden kansainvälistysmiskehitys ei ole edistänyt maailmantalouden vakautta, mutta globalisoitumisen pysäyttäminen ei Stiglitzin (2004, 326–329) näkemysten mukaan ole mahdollista eikä suotavaa. Se on saanut paljon aikaan myös hyvää ja ongelma ei ole globalisaatio itse vaan se, miten globalisaatiota on hallittu. Globalisaatiosta ovat hyötäneet eniten maat, jotka ovat pitäneet valtion roolia tärkeänä kehityksessä eivätkä luottaneet liikaa markkinoiden itsesääntelykykyyn.

Finanssikriisin jälkeen sääntelyä muutettiin perusteellisesti. Quiggin uskoo sääntelyn synnyttävän vakautta silloin, kun se kohdistuu rahoitusinnovaation vaikutusketjun alkuun. Nykyisin innovaatiotoiminta sallitaan ja siihen myös rohkaistaan, kun innovaatiot eivät uhkaa rahoitusmarkkinoiden vakautta. Rahoitusinnovaatioista Quiggin sallisi vain ne, joiden vaikutukset systeemiseen riskiin tunnetaan täysin. Rahoitusmarkkinoiden vakautta-

minen ei tarkoita, että riskipitoiset arvopaperit pitäisi kieltää kokonaan, vaan olennaista on, että ne eivät saa uhata koko järjestelmän vakautta. (Quiggin, 2014, 101, 102.)

Suomessa rahoitusinnovaatioiden ja riskirahoituksen kehittämistä kannattaisi tukea, mutta molempien vaikutukset rahoitusjärjestelmään pitäisi tuntea. Uudentyyppisten arvopapereiden ominaisuuksien pitäisi olla helposti ymmärrettäviä ja erityisesti riskien tulisi olla kaikkien toimijoiden tiedossa. Uusia rahoitustuotteita voisi myös kokeilla maltillisesti, pieniä määriä kerrallaan ja näin tutkia, millaisia vaikutuksia ne aiheuttavat. Sääntelyn avulla pitäisi olla mahdollista estää markkinoiden toimintaa häiritsevien rahoitustuotteiden leviäminen.

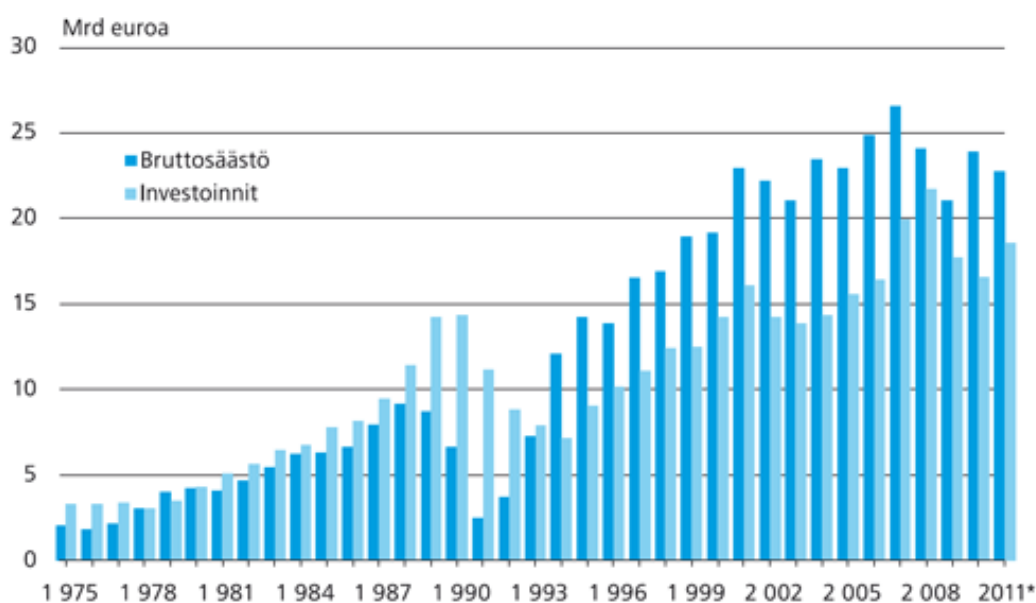
Finanssisektorin liberalisoinnin vaikutuksista rahoitusmarkkinoiden volyymiin, likviditeettiin ja lopulta talouskasvuun saadaan taloushistorian avulla mielenkiintoisia tietoja. Sääntelyn purkamisen aikana finanssisektori kasvoi tasaisesti aina 1970-luvun puolivälistä lähtien. Rahoitussektorin toiminta ja rahoitusinnovaatiot arvioitiin tehokkaiksi, koska finanssisektorin koko oli ennennäkemättömän suuri ja sen osuus arvonlisäyksestä oli kasvanut. (Varoufakis, 2011, 120–123.)

Tämän tulkinnan kriittiset tahot kuitenkin kyseenalaistivat esittämällä, että arvonlisä voi olla myös seurausta siitä, mitä rahoitussektorille oli maksettu. Finanssisektoriin oli sijoitettu paljon yksityistä rahaa, mikä kasvatti myös rahoitusalan työntekijöiden palkkoja. Rahoitusmarkkinoiden koko ja likviditeetti olivat huipussaan, kun heikotasoiset rahoitusinstrumentit kasvattivat ja synnyttivät näennäisen tehokkaan finanssisektorin. (Varoufakis, 2011, 120–123.)

Kehittyvät maat ja reaalitalous kärsivät kuitenkin pääoman puutteesta, kun varoja ohjattiin esimerkiksi asuntolainojen muodossa henkilöille, joiden kohdalla luottotappion riski oli hyvin suuri (Varoufakis, 2011). Yhdysvaltojen keskuspankin elvyttävästä rahapolitiikasta johtuen finanssisektorilla oli liikaa pääomaa käytössään, minkä vuoksi rahaa tarjottiin myös heikommin tuottaviin hankkeisiin. Varoufakisin teoksen avulla voidaan päätellä, että rahoitussektorin koon ja likviditeetin kasvattaminen eivät välttämättä takaa tehokkuutta ja tuota talouskasvua.

Tätä samaa päätelmää tukevat myös viimeisten vuosikymmenten tilastotiedot Suomen

yrittäjien investoinneista rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin jälkeen. Yritykset tekivät investointinsa 1990-luvun alkuun saakka pääosin velaksi, minkä seurauksena investointien menot ylittivät lähes poikkeuksetta bruttosäästöt. Bruttosäästöillä tarkoitetaan niitä tuloja, joita yrityksellä on käytössään osinkojen ja muille omistajille jaettujen erien jälkeen. Vuoden 1994 jälkeen yritysten voitot kasvoivat selvästi ja Suomen rahoitusmarkkinoiden liberalisointi teki myös ulkomaisten pääomavirtojen hyödyntämisen mahdolliseksi. Investointeihin olisi siis ollut käytössä aikaisempaa enemmän pääomaa. (Savela, 2012a). Kuva 4.1 esittelee suomalaisten yritysten bruttosäästöjä ja investointeja vuosina 1975–2011.



Kuva 4.1: Yritysten bruttosäästöt ja investoinnit (Savela, 2012a)

Kuvasta havaitaan, että vuodesta 1994 alkaen investoinnit ovat jääneet säännöllisesti pienemmiksi, mitä yritysten tulorahoitus olisi mahdollistanut. Yritykset ovat investointien sijaan ohjanneet yhä suuremman osan bruttosäästöistään rahoitusvaroihin, joita on lainattu talouden muille sektoreille ja sijoitettu ulkomaille. Samalla aikavälillä yritykset myös maksoivat jatkuvasti yhä suuremman osuuden voitoistaan osinkoina tai muina tulonsiirtoina omistajilleen, mikä pienentää investointeihin käytettävien bruttosäästöjen määrää. (Savela, 2012a.)

Yritysten tulojen ohjautumista rahoitusvaroihin tukee myös Euroopan keskuspankin elvyttävä rahapolitiikka, vaikka se likviditeettiä lisäämällä pyrkii kannustamaan yrityksiä investointeihin. Matalan korkotason vuoksi monet sijoittajat ja myös yritykset ohjaavat

ylimääräiset varansa osakkeisiin, koska näistä on mahdollista saada hyvää tuottoa. Osakkeiden hinnat ovat nousseet parin viime vuoden ajan ennätyksellisen nopeasti, mikä vielä osaltaan lisää pääomien väärää kohdentumista.

Edellä kuvattu menettely aiheuttaa sen, että Suomen talous ei kasva täydellä potentiaalillaan. Sama kehityssuunta todennäköisesti jatkuu ja voimistuu, mikäli sääntelyä kevennetään entisestään. Volyymin ja likviditeetin rinnastaminen yksiselitteisesti tehokkuuteen ei siis pidä paikkaansa, vaikka rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun välisissä malleissa näin voidaan pelkistetysti esittää. Sääntelemättömissä olosuhteissa tämä oletus ei pidä paikkaansa ja tällä hetkellä rahoitusmarkkinoita kehitetään nimenomaan markkinaliberalistiseen suuntaan.

Taloushistorian perusteella voidaan tarkastella myös riittävän sijoittajasuojan merkitystä talouskasvuun vaikuttavana tekijänä. Sijoittajien suojaamiseksi rahoitusmarkkinoiden tulee olla läpinäkyvät eli rahoitustuotteista pitää olla saatavilla riittävästi informaatiota. Ennen kriisiä rahoitusmarkkinoiden liberalisointia puollettiin muun muassa väitteellä, että liiallinen sääntely tukahduttaa taloudelliset innovaatiot, mikä puolestaan surkastuttaa talouskasvun. (Varoufakis, 2011, 122–123.) Tätä samaa argumenttia käytetään nykyään myös Suomen yritysrahoitusmarkkinoilla.

Asia ei ole kuitenkaan aivan näin yksinkertainen, sillä rahoitusinnovaatioihin liittyy yleensä yritysten tiedonantovelvollisuuksien keventämistä. Lisäksi uuden rahoitustuotteen avulla voidaan siirtyä liiketoiminnan alueille, joita sääntely ei vielä koske. Nämä tekijät lisäävät sijoittajan riskiä läpinäkyvyyden heikentyessä. (Stiglitz, 2010, 85.) Kriisin jälkeen näytti selvältä, että sijoittajille ei ollut tarpeeksi tietoa rahoitustuotteista. Jos sitä olisi ollut, heikoilla sijoitusinstrumenteilla ei olisi ollut kysyntää ja talouden taantumalta oltaisiin vältytty. Rahoituskriisiä edelsi monimutkaisten arvopapereiden synnyttämät informaatio-ongelmat sekä ostajien ja myyjien väliset informaation epäsymmetriat. Tästä asetelmasta suuret rahoitusinstituutiot hyötyivät sijoittajien kustannuksella, vaikka lainsäädännön puutteet oli havaittu. (Stiglitz, 2010, 83–85; Varoufakis, 2011, 130–131.)

Vaikka kaikkea informaatiota ei ole koskaan saatavilla, rahoitusmarkkinoiden tehtävä on kuitenkin antaa toimijoille käyttöönsä relevantti informaatio, jotta sijoittajat voivat tehdä päätöksensä riskeistä ja tuotoista. (Stiglitz, 2010, 85.) Suomen rahoitusmarkkinoiden

vaihtoehtoihin rahoituslähteisiin liittyvät riskit liittyvät todennäköisesti sijoittajasuojaan. Suomen markkinoilla uusimpia rahoitusinnovaatioita ovat esimerkiksi pk-yritysten joukkovelkakirjat sekä arvopaperipörssin ulkopuolella toimiva joukkorahoitus. Ne ovat syntyneet korvaamaan rahoitusmarkkinapuutetta ja ovat siksi tarpeellisia. Markkinoiden käytäntöjä ja sääntelyä tulee kuitenkin kehittää, jotta nämä rahoitusinnovaatiot olisivat sijoittajille riittävän turvallisia.

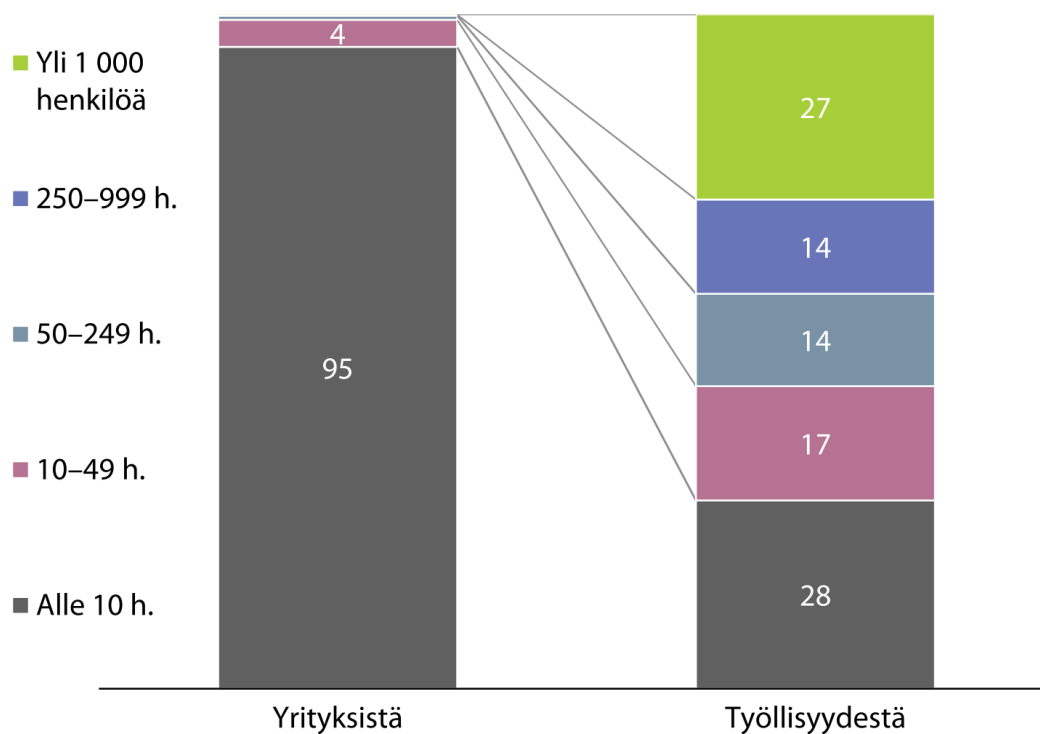
Hallitus on esityksessään ehdottanut säädettäväksi uutta lakia joukkorahoituksesta. Ehdotettu laki koskee joukkorahoituksen yleisiä säännöksiä sisältäen soveltamisalan sekä määritelmät, oikeutta välittää joukkorahoitusta, asiakkaansuojaa, valvontaa ja seuraamuksia sekä erinäisiä säännöksiä. Sääntelyn tarkoituksena on edistää joukkorahoituksen ja rahoitusmarkkinoiden vakautta, parantaa sijoittajasuojaa sekä lisätä oikeusvarmuutta sekä markkinatoimijoiden että viranomaisten näkökulmasta. (Valtiovarainministeriö, 2015.)

Sijoittajien näkökulmasta pk-yrityksien joukkovelkakirjoihin liittyy riskejä, sillä suomalaisilla joukkovelkakirjamarkkinoilla ei vielä täysin hyödynnetä kansainvälisesti käytössä olevia ja kansainvälisille sijoittajille tuttuja rakenteita. Suomessa sijoittajat toimivat markkinoilla yksin, minkä epäillään karkoittaneen lainamarkkinoilta erityisesti ulkomaisia sijoittajia. Suomessa voitaisiin hyödyntää esimerkiksi Norjan luottamusmiesrakennetta. Norjassa luottamusmiesrakenne luotiin parikymmentä vuotta sitten ja lähes kaikki sijoittajat käyttävät joukkovelkakirjalainojen asiamiehenä pohjoismaisten pankkien ja rahoituslaitosten yhteistyöyritystä Norsk Tillitsmannia. (Europaeus, 2013; Kanninen, 2013, 64.)

Luottamusmies toimii yrityksen ja sijoittajien välillä neuvottelukumppanina ja riskin vakuuttajana. Lisäksi hän tukee sijoittajia juridisissa asioissa, jos joukkovelkakirjalainaan liittyvä riski toteutuu, eikä yritys kykene maksamaan velkojaan. Luottamusmiehen avulla joukkovelkakirjahaltijoiden kokous on myös helpompaa järjestää, koska luottamusmiehellä on tiedot sijoittajista, eivätkä he jää anonyymeiksi hallintorekisterin taakse. (Europaeus, 2013; Kanninen, 2013, 64.) Luottamusmiesrakenne parantaa sijoittajasuojaa ja voisi lisätä sekä suomalaisten että ulkomaisten sijoittajien halukkuutta sijoittaa Suomen pk-yrityksiin. (Europaeus, 2013; Kanninen, 2013, 64.)

4.4 Vaihtoehtoisten lähteiden työllisyysvaikutukset

Rahoituslähteiden ja toimivien pääomamarkkinoiden arvioidaan tukevan pk-yritysten kasvua ja elinvoimaisuutta. Pk-yritysten kasvun edistämistä pidetään tärkeänä, koska suurin työllisyyden nettokasvu tapahtuu mikroyrityksissä. Näin rahoituslähteiden monipuolistamisen päätellään edistävän positiivisia työllisyysvaikutuksia. (Kansallista pääomamarkkinastrategiaa pohtiva työryhmä, 2012.) Tähän olettamukseen perustuvat pääosin työllisyysvaikutuksiin liittyvät tulokset tässä tutkielmassa, sillä vaihtoehtoisten lähteiden vaikutuksesta työllisyyteen löytyy vain vähän tieteellisiä tutkimuksia. Kuva 4.2 havainnollistaa työllisyyden määrää ja työllisyysosuuksia yrityskoon mukaan.

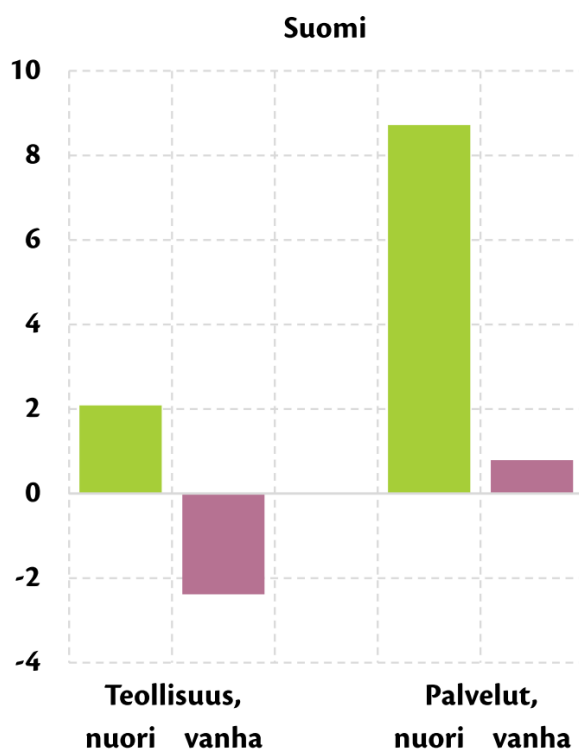


Kuva 4.2: Työllisyyden määrä ja työllisyysosuudet yrityskoon mukaan 2012 % (Pajarinen & Rouvinen, 2014)

Kuvasta havaitaan, että suuryritykset ovat määräänsä nähden merkittäviä työllistäjiä Suomessa, minkä vuoksi yritysten kasvua pyritään tukemaan. Maamme 130 yli tuhat henkilöä käsittävää suuryritystä työllistää noin 27 % koko yrityssektorin työllisistä. Lähes yhtä suuren osuuden yksityisen sektorin työllisyydestä työllistää 300 000 alle kymmenen henkilön mikroyritystä. (Pajarinen & Rouvinen, 2014.)

Keskikokoisia yrityksiä on Suomessa vähän, mitä havainnollistaa hyvin yritysten määrää kuvaavan pylväsdiagrammin ohut huippu. Tämä merkitsee sitä, että harva alle 50 henkilöä työllistävä pienyritys kasvaa suuremmaksi yritykseksi, joka voisi toimia vielä tehokkaampana ja merkittävämpänä työllistäjänä. Kasvun esteeksi on epäilty pankkikeistä rahoitusjärjestelmää, joka on suunnannut rahaa suurimmille yrityksille. Kehittynyt rahoitusjärjestelmä voisi siis olla yhteydessä monipuolisempaan yrityskokojakaumaan. Toinen syy keskikoisten yritysten vähäiseen määrään voi myös olla niiden myynti aikaisessa kehitysvaiheessa ulkomaiselle ostajalle. (Pajarinen & Rouvinen, 2014, 3–5.)

Suurin työllisyyden nettokasvun tapahtuu pienissä ja nuorissa yrityksissä, jotka onnistuvat kasvamaan isoiksi ja vanhoiksi (Pajarinen & Rouvinen, 2014). Kuva 4.3 esittelee nettotyöllisyyden kasvua eri ikäisissä yrityksissä.



Kuva 4.3: Nettotyöllisyyden kasvu nuorissa ja vanhoissa yrityksissä vuosina 2001–2011 % (Pajarinen & Rouvinen, 2014).

Etenkin palvelualoilla nuorissa yrityksissä nettotyöllisyyden kasvu on lähes kymmenkertainen vanhoihin yrityksiin verrattuna. Teollisuudessa ainoastaan nuoret yritykset lisäävät työllisyyttä ja vanhoista yrityksistä työpaikkoja sitä vastoin katoaa. Nuoriksi yrityksiksi

tämän tilaston tuottajat ovat määritelleet korkeintaan viisi vuotta vanhat yritykset ja vanhoiksi yli viisivuotiaat yritykset. (Pajarinen & Rouvinen, 2014, 5.)

Nuoren iän lisäksi voimakkaasti työpaikkoja luovien yritysten toinen yhteinen ominaisuus on tällä hetkellä pieni koko. Taulukko 4.5 osoittaa, kuinka työllisyyden kasvu jakautui yrityskoon mukaan Suomessa ja muutamassa euroalueeseen kuuluvassa vertailumaassa.

Taulukko 4.5: Työllisyyden kasvu yritysten koon mukaan vuosina 2002–2010 (Kansallista pääomamarkkinastrategiaa pohtiva työryhmä, 2012).

	Mikro	Pieni	Keski-kokoinen	Pk-sektori yht.	Suur-yritykset	Yhteensä
Suomi	1,6	0,8	0,5	1,0	-0,3	0,5
Ruotsi	0,3	3,0	2,6	1,6	0,9	1,3
Tanska	1,1	0,5	0,3	0,6	-0,1	0,4
Saksa	2,2	1,3	1,6	1,7	0,2	1,1
EU27	1,7	0,7	0,5	1,1	0,4	0,9

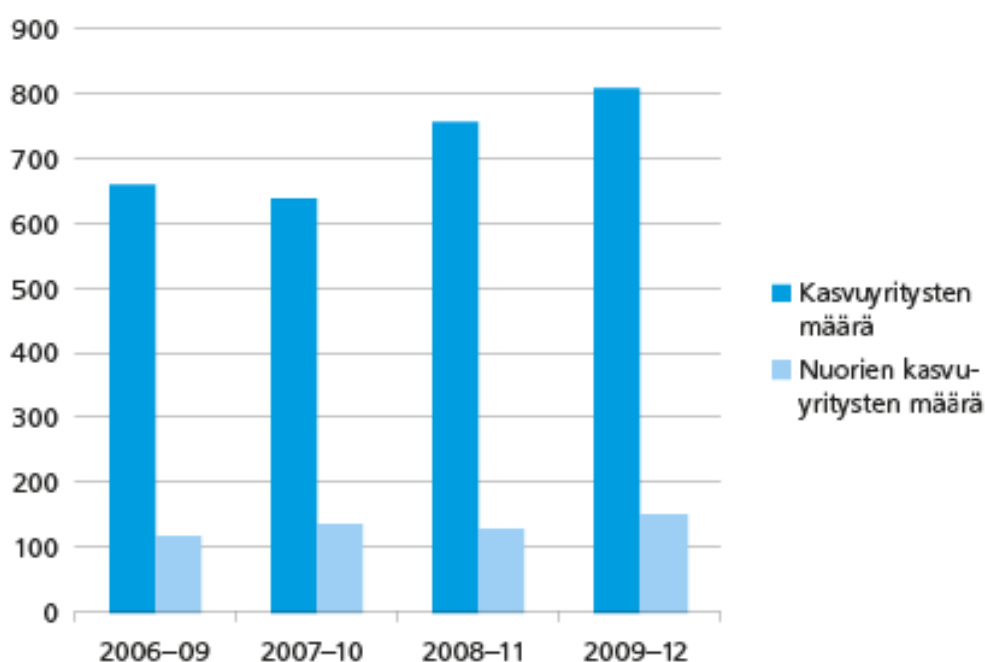
Taulukosta havaitaan, että pk-sektori on ylläpitänyt Suomessa työllisyyden kasvua ja sitä vastoin suurissa yrityksissä työpaikat ovat nettomääräisesti hävinneet. Suurin työllisyyden kasvu 1,6 % on tapahtunut mikroyrityksissä, minkä vuoksi niiden merkitys työpaikkojen luomisessa on merkittävä. Toisaalta tulos myös tarkoittaa, että Suomi ei ole vielä tähän mennessä pystynyt kasvattamaan mikroyrityksiään sellaisiksi menestyviksi pieniksi, keskisuuriksi ja suuriksi yrityksiksi, joissa tapahtuisi merkittävää työllisyyden kasvua. Esimerkiksi Ruotsi on onnistunut tässä Suomea paremmin, sillä Ruotsissa työllisyyden kokonaiskasvu on ollut suurempaa ja kasvu painottuu pieniin ja keskikokoisiin yrityksiin. (Kansallista pääomamarkkinastrategiaa pohtiva työryhmä, 2012, 27–28.) Suomessa onkin muihin Euroopan maihin ja Yhdysvaltoihin verrattuna vähemmän yrityksiä, jotka työllistäisivät yli 10 henkilöä.

Eniten työpaikkoja luovat kasvuyritykset, minkä vuoksi niiden syntyä pidetään yhteiskunnan kannalta toivottavana. Kasvuyritykset luovat kasvukautenaan huomattavan määrän työpaikkoja, minkä vuoksi niiden toimintaa pyritään alkuvaiheessa tukemaan. Haasteena on kasvuyritysten tunnistaminen, jotta resurssit voitaisiin suunnata talouden ja yhteiskunnan kannalta tuottavimpiin hankkeisiin. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2013, 65.)

Kasvuyrityksiä määriteltäessä kriteerinä käytetään usein henkilöstön kasvua. Kasvuyrityk-

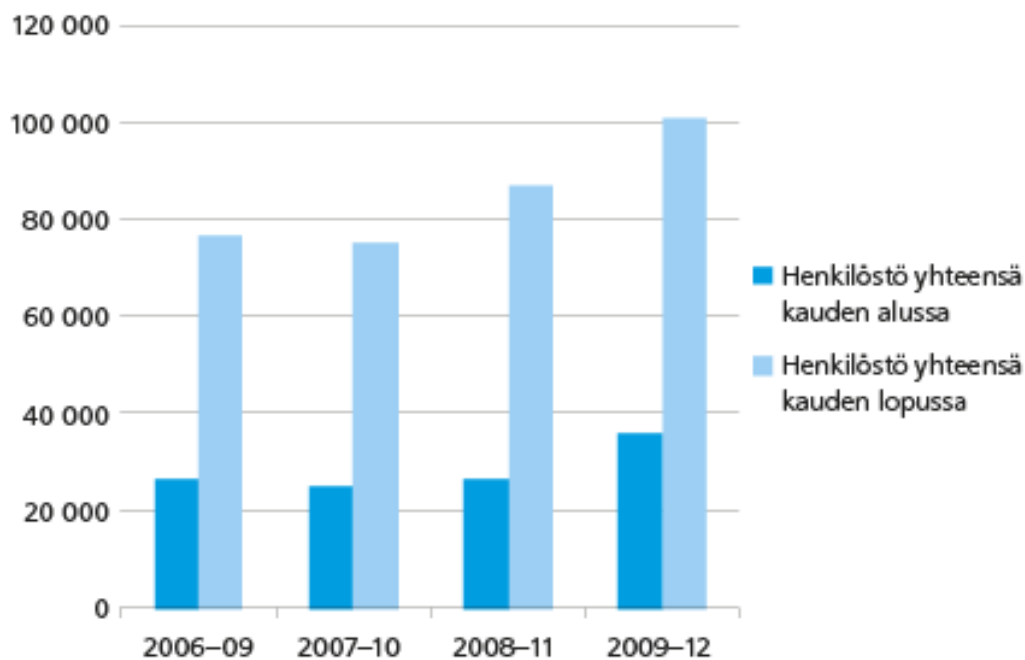
sessä työllisyys on ajanjakson alussa vähintään 10 henkilöä, minkä jälkeen seuraavan kolmen vuoden aikana henkilöstön kasvu on yli 20 % vuodessa. Määritelmässä ei ole huomioitu yritysten rakenteissa mahdollisesti tapahtuneita muutoksia, esimerkiksi yritysjärjestelyjä ja fuusioita. Konsernin sisäiset järjestelyt voivat vaikuttaa huomattavasti kasvuun, jolloin kasvun syy ei ole niinkään aito liiketoiminnan kasvu. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2013, 66.)

Kasvuyrityksistä voidaan erottaa omaksi ryhmäkseen nuoret, alle viisivuotiaat yritykset eli niin sanotut gasellit. Nuoria kasvuyrityksiä pidetään erityisen tärkeinä yritys kentän uusiutumisen kannalta. Lisäksi menestyvät nuoret yritykset toimivat edelläkävijöinä ja suunnannäyttäjinä muille yrityksille. Menestystarinat rohkaisevat yrittämään ja osoittavat, millä aloilla, tuotteilla ja palveluilla on kasvava markkinakysyntä. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2013, 66.) Kuva 4.4 havainnollistaa kasvuyritysten ja gasellien määrää.



Kuva 4.4: Kasvuyritysten ja nuorten kasvuyritysten määrä (Tilastokeskus, 2014)

Kasvuyrityksiä oli vuoden 2012 lopussa yhteensä 811 kappaletta. Määrä on ennätyskellisen suuri aiempiin vuosiin verrattuna ja vastaa toivottua kehityssuuntaa. Gaselleja oli vuoden 2012 lopussa 150 kappaletta ja niidenkin määrä oli tuolloin korkeimmillaan muihin seurantavuosiin nähden. Työpaikkoja kasvuyrityksissä syntyy nopeasti, mikä nähdään selvästi kuvasta 4.5.



Kuva 4.5: Kasvuyritysten henkilöstö kasvukauden lopussa eri kasvuvauhdeilla (Tilastokeskus, 2014)

Vuonna 2012 päättyneellä kaudella kasvuyritykset työllistivät yli 100 000 henkilöä ja henkilöstön lisäys edelliseen kauteen verrattuna oli yli 60 000 henkilöä. (Tilastokeskus, 2014.) Vaikka kasvuyritysten osuus kaikista maamme yrityksistä on vähäinen, ne pienestä määrästäan huolimatta loivat vuosina 2008–2011 noin puolet kaikkien yritysten henkilöstön ja liikevaihdon kasvusta. Tästä voidaan päätellä, että kasvuyritykset edistävät merkittävästi työpaikkojen syntymistä sekä Suomen tuottavuutta ja kilpailukykyä. (Työ- ja elinkeinoministeriö, 2013, 103, 113.)

Pk-yritykset ja niistä erityisesti nuoret kasvu- ja mikroyritykset luovat siis Suomeen eniten työpaikkoja. Jotta työpaikkojen luominen olisi mahdollista, kasvukelpoisten yritysten pitäisi saada riittävästi rahoitusta, jotta ne säilyisivät elinkelpoisina ja pystyisivät kasvamaan suuremmiksi. Kaikki vaihtoehtoiset lähteet soveltuvat nimenomaan riskipääoman keräämiseen. Rahoitusmarkkinat ja vaihtoehtoiset lähteet voivat edistää työpaikkojen syntymistä ja säilymistä, kun ne onnistuvat kanavoimaan rahoitusta nimenomaan kasvu- ja elinkelpoisille yrityksille sopivaan hintaan ja molempien osapuolien hyväksymin ehdoin. Taulukossa 4.6 esitellään pääomasijoittajien kohdeyhtiöiden ja julkista rahoitusta saaneiden yritysten kykyä lisätä työpaikkojen määrää.

Taulukko 4.6: Vaihtoehtoisten lähteiden vaikutus työpaikkojen syntymiseen

Rahoituslähde	Tutkija	Vaikutus työllisyyteen	Tutkimusaineisto
Pääomasijoitusten kasvattaminen	Alén (2012)	Pääomasijoittajien kohdeyhtiöissä henkilöstön määrä kaksinkertaistui.	Suomi 2002–2008 282 kohdeyritystä
	Samila & Sorenson (2009)	Lisää uusien yritysten määrää, ja työllisyyttä. Positiiviset heijastusvaikutukset edistävät useamman yrityksen syntymistä, kuin mihin sijoitukset suoranaisesti kohdistuvat.	Yhdysvaltain metropolialueet 1993–2002
	Davis et al. (2011)	Vaativaton nettovaikutus työllisyyteen.	Yhdysvallat, 1980–2005 3 200 kohdeyritystä ja 150 000 tytäryritystä
	Belke et al. (2003)	Lisää työpaikkojen määrää uusissa, innovatiivisissa yrityksissä.	20 kehittyntä OECD-maata, sis. Suomi 1986–1999
Julkinen rahoitus	Tekes (2014)	Työpaikat lisääntyivät 17 %-yksikköä vertailuyrityksiin nähden.	Tekesin rahoittamat yritykset 2009–2012

Tekesin julkista rahoitusta saaneissa pk-yrityksissä työpaikat lisääntyivät 17 %-yksikköä vertailuyrityksiin nähden, mutta tähän tietoon tulee suhtautua kriittisesti. Tulos on ilmoitettu Tekesin rahoituksen vaikutuksia koskevassa vuosikatsauksessa, mutta tulokseen liittyvästä tutkimusraportista ei ole annettu tietoja. (Tekes, 2014.) Pääomasijoitusrahoitusta käyttäneiden suomalaisten yritysten henkilöstön määrä puolestaan kaksinkertaistui seuranta-aikanaan. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry, 2012; Tekes, 2014.) Myös muita kehittyneitä maita koskevat tutkimukset osoittavat, että innovatiivisten yritysten pääomasijoitusmuotoinen riskirahoitus edistää työpaikkojen syntymistä (Samila & Sorenson, 2009; Belke et al., 2003). Toisaalta Yhdysvalloissa suoritetusta tutkimuksesta havaittiin, että yrityksen elinkaaren myöhemmässä vaiheessa työpaikkojen on havaittu katoavan yritys-järjestelyjen yhteydessä, kun kohdeyritys myydään ulkomaiselle ostajalle (Davis et al., 2011).

Ulkomaisella aineistolla saatuja tuloksia ei kuitenkaan voi sellaisenaan yleistää Suomen yritysliikkeeseen, vaan pääomasijoitusten vaikutus voi vaihdella eri ympäristössä riippuen maan talouden kehityksestä, julkisesta velasta, juridisista instituutioista ja yritysten hallinnosta (Davis et al., 2011). Suomalaisten ja ulkomaalaisten tutkimusten perusteella voidaan

päätellä, että pääomasijoitukset ja mahdollisesti myös Tekesin julkinen rahoitus näyttävät lisäävän työpaikkoja kohdeyrityksissään.

4.5 Yhteenveto kasvu- ja työllisyysvaikutuksista

Rahoitusmarkkinoilla ja talouskasvulla arvioidaan olevan Suomessa pitkän aikavälin yhteys. Rahoitusmarkkinoita kehittämällä voidaan edistää kasvua, mikäli rahoitussektori ei syrjäytä reaalityalouden investointeja. Rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun suhdetta koskevat uusimmat tutkimukset perustuvat endogeenisen kasvun teoriaan, jonka mukaan rahoitussektori kiihdyttää talouskasvua erityisesti parantamalla pääoman tuottavuutta.

Osakemarkkinat voivat edistää Suomen talouskasvua, mikäli markkinat ovat riittävän aktiiviset ja likvidit. Myös pääomasijoitusten ja joukkovelkakirjojen osalta saatiin viitteitä kasvun edistämisestä. Joukkorahoitus on lisännyt yhä enenevässä määrin pk-yritysten saatavilla olevan pääoman määrää sekä Euroopassa että Suomessa, mikä voi lisätä yritysten tuotannon määrää ja edistää kasvua. Joukkorahoituksen oletetaan edistävän talouskasvua, kun rahoituksen kohteiksi valikoituu yrityksiä, joihin sijoittamalla voi saada keskimääräisiä yrityksiä parempia tuottoja.

Julkisen rahoituksen ja talouskasvun suhteesta ei ole tehty Suomessa tutkimuksia, mutta julkisen rahoituksen vaikuttavuutta on arvioitu paljon. Tutkimukseen, kehitykseen ja innovaatioiden syntymiseen suunnatut julkiset rahoitustuotteet edistävät eniten kasvua ja positiivisten ulkoisvaikutusten syntymistä. Siksi Tekesin rahoitustuotteet ja erityisesti NIY-rahoitus arvioitiin tehokkaimmiksi, mutta toisaalta havaittattiin myös kehitystarpeita julkisen rahoituksen vaikuttavuuden mittaamisessa. Julkisista rahoitustuotteista vajaa puolet arvioitiin tehokkaiksi, mutta tehottomien tukien ja deadweight-menojen suuren määrän vuoksi nykyisen julkisen tukivolyymin kyky lisätä talouskasvua on kyseenalainen.

Sääntelyn keventämisen seurauksena lisääntynyt likviditeetti ja pääoman määrä ei ole kasvattanut suomalaisten yritysten investointien osuutta bruttosäästöistä, vaan sitä vastoin varoja on jo parin vuosikymmenen ajan ohjattu yhä enenevässä määrin omistajille ja rahoitussektorille. Kehityskulku todennäköisesti jatkuu voimakkaampana, mikäli sääntelyä

kevennetään entisestään. Liberalisointi ei oletettavasti jatkossakaan lisää reaalitalouden investointeja ja talouskasvua niin paljon, kuin olisi mahdollista.

Sääntelyn keventämiseen liittyvät riskit arvioidaan liittyvän sijoittajasuojaan ja pk-yrittäjien oikeuksien turvaamiseen. Rahoitusmarkkinoiden läpinäkyvyys tulisi taata riittävällä lainsäädännöllä sekä sopimusten toimeenpanolla ja valvonnalla, jotta luottamus rahoitusmarkkinoita kohtaan säilyy hyvänä.

Monipuolisten rahoituslähteiden arvioidaan tukevan pk-yritysten kasvua ja elinvoimaisuutta. Suomen pk-yritysten kasvun edistämistä pidetään tärkeänä, koska merkittävä työllisyyden nettokasvu tapahtuu nuorissa mikroyrityksissä. Eniten työpaikkoja luovat kasvuyritykset. Suuryritykset ovat lukumääräänsä nähden merkittäviä työllistäjiä Suomessa, minkä vuoksi yritysten kasvua pyritään tukemaan. Vaihtoehtoiset lähteet voivat edistää työpaikkojen syntymistä ja säilymistä, kun ne onnistuvat kanavoimaan rahoitusta kasvukelpoisille yrityksille sopivaan hintaan ja kaikkien sopimusosapuolien hyväksymin ehdoin. Pääomasijoituksilla ja mahdollisesti myös Tekesin rahoituksella on havaittu olevan positiivisia vaikutuksia työpaikkojen syntymiseen kohdeyrityksissään.

5 Johtopäätökset

Tutkielman tavoitteena oli selvittää, mitä pankkirahoitukselle vaihtoehtoisia markkinaehtoisia ja julkisia rahoituslähteitä suomalaisille pk-yrityksille on tarjolla. Lisäksi tarkoituksena oli tutkia, edistävätkö vaihtoehtoiset lähteet ja niihin liittyvän sääntelyn keventäminen talouskasvua ja työllisyyttä. Työn alussa tehtiin katsaus yritysrahoitusmarkkinoiden muutokseen, minkä avulla tutkimusaihe sekä tulokset sidottiin Suomen rahoitusmarkkinoiden ja kansantalouden laajempaan kenttään.

Tutkimuksessa pk-yrityksille luotiin valintatyökalu, joka voi edistää sopivan rahoituslähteen löytymistä. Rahoituksen saaminen tukee pk-yrityksen kasvua ja elinvoimaisuutta, mikä on myös yhteiskunnan kannalta tärkeää, koska mikro- ja kasvuyritykset luovat eniten uusia työpaikkoja. Tutkielmassa esitelty rahoituslähteet soveltuvat erityisesti aloittavien, uusille toimialoille suuntautuvien, innovaatioihin perustuvien riskipitoisten ja korkeatuottoisten pk-yritysten rahoitukseen. Näiden yritysten selviytyminen ja kasvu on toivottavaa rakennemuutoksen ja talouskasvun edistämiseksi. Monipuoliset rahoituslähteet auttavat yrityksiä kasvamaan mikro- ja pienyrityksistä keskikokoisiksi ja suuriksi yrityksiksi, jotka luovat lisää työpaikkoja ja ovat merkittäviä työllistäjiä.

Pk-yritysten markkinaehtoisia rahoituslähteitä ovat pääomasijoitukset, joukkorahoitus, osakkeiden ja joukkovelkakirjojen liikkellelasku First Northissa sekä ryhmäjoukkovelkakirjalainat. Lisäksi pk-yrityksille tarjotaan julkista rahoitusta avustusten, lainojen, takausten ja pääomasijoitusrahoituksen muodossa. Tutkielmassa esitellyn valintatyökalun avulla yritysten on aikaisempaa nopeampaa ja helpompaa saada käsitys pk-yrityksille sopivista rahoituslähteistä ja -tuotteista sekä perustellusti valita niistä itselleen sopivimmat.

Tieteellistä tutkielmaa tai teosta, joka kokoaa tiedot eri rahoituslähteistä yhdeksi tiivistetyksi ja puolueettomaksi esitykseksi, ei yrittäjille ole ollut aikaisemmin tarjolla. Puolueettomuuden arvioidaan edistävän sopivimman rahoitusvaihtoehdon löytymistä. Rahoitus tuotteiden tarjoajien välittämä tieto on tuotteen markkinointia ja siksi osin kaupallisesti väritettyä, mikä heikentää rahoituslähteiden vertailtavuutta.

Vaihtoehtoisten lähteiden vaikutuksia talouskasvuun on pystytty osakemarkkinoita lukuunottamatta tutkimaan Euroopassa vain vähän. Syynä on aineistojen puute, sillä esimerkiksi pääomasijoitustoimiala on Euroopassa vielä niin nuori, että riittävän pitkiä ja täydellisiä aineistoja on hankalaa saada. Tulokset markkinaehtoisten rahoituslähteiden vaikutuksista talouskasvuun johdettiin paljolti kehittyneitä maita koskevien tutkimusten pohjalta, sillä nimenomaan Suomea koskevia tutkimuksia on hyvin vähän.

Empiiristen tutkimusten perusteella osakemarkkinat voivat edistää Suomen talouskasvua, mikäli markkinat ovat riittävän aktiiviset sekä likvidit. Pääomasijoitusrahoituksesta saatiin sekä talouden että työllisyyden kasvuun viittaavia tuloksia. Joukkorahoitus on lisännyt pk-yritysten käytössä olevan pääoman määrää, mikä voi edistää talouskasvua silloin, kun rahoituksen kohteiksi valikoidaan keskimääräistä tuottavampia yrityksiä tai hankkeita. Julkisen rahoituksen suoraa vaikutusta talouskasvuun ei ole tutkittu, mutta vaikuttavuusarvioiden mukaan julkisten rahoitustuotteiden potentiaalia lisätä talouskasvua hyödynnetään puutteellisesti. Tekesin julkisen innovaatio-rahoituksen arvioidaan edistävän eniten kasvua, minkä vuoksi sen tehokkuuden mittaamista olisi tärkeää kehittää.

Kokonaisuudessaan tulokset viittaavat kasvuun, mutta silti ei pystytä yleistämään, että vaihtoehtoisten lähteiden käyttäminen lisää Suomen talouskasvua. Tutkielmassa havaittiin, että empiirisiä tutkimuksia vaihtoehtoisten lähteiden vaikutuksesta Suomen bruttokansantuotteen kasvuun ei ole tehty. Tämän tutkielman teoreettisen tarkastelun avulla kuitenkin ymmärretään paremmin, miten vaihtoehtoisten lähteiden ja niihin liittyvän sääntelyn keventämisen oletetaan vaikuttavan talouskasvuun Suomessa. Tutkielmassa esiteltyjen vaihtoehtoisten lähteiden taloudellisia vaikutuksia koskevat tutkimukset pohjautuivat endogeeniseen kasvuteoriaan, jota myös tässä tutkimuksessa hyödynnettiin.

Teorian perusteella päätellään, että sääntelyä keventämällä on mahdollista lisätä tuotannon määrää taloudessa. Mikäli sääntelyä kevennettäisiin, pääoman määrä lisääntyisi, koska sitä kerättäisiin myös kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden sijoittajilta. Näin ollen myös tuotannon määrä kasvaisi. Vaihtoehtoisten rahoituslähteiden avulla varoja voitaisiin kanavoida valikoivasti kaikkein menestyskelpoisimmille yrityksille, mikä lisäisi sekä työn että pääoman tuottavuutta vielä enemmän. Näillä yrityksillä on yleensä käytössä tuottavampaa teknologiaa, joka valikoinnin jälkeen leviäisi positiivisina ulkoisvaikutuksina muihin siitä

hyötyviin yrityksiin. Tällöin myös muiden kuin rahoituksen kohteena olevien yritysten kokonaistuottavuus ja sen myötä myös tuotannon määrä kasvaisi.

Sääntelyn keventämisestä seuraa myös haittapuolia, joista huolimatta talous voi kasvaa, kun liberalisoinnin jälkeen kotimaisia instituutioita, erityisesti oikeusjärjestelmää kehitetään ja sopimusten toimeenpanon tehokkuutta valvotaan. Tutkielmassa esitettiin, että rahoitusmarkkinoiden liberalisointi ja kasvaneet voitot eivät kuitenkaan ole kasvattaneet suomalaisten yritysten investointiastetta siinä määrin, mitä bruttosäästöt olisivat mahdollistaneet. Parin viime vuosikymmenen ajan investointien sijaan tuloista on ohjattu jatkuvasti kasvava osa omistajille ja rahoitussektorille. Sama kehityssuunta tulee todennäköisesti jatkumaan eli sääntelyn keventäminen ei lisää talouskasvua niin paljon, kuin pääoman ja likviditeetin kasvun perusteella olisi mahdollista.

Tulosten perusteella vaihtoehtoisia lähteitä suositellaan käytettäväksi pk-yritysten rahoituksessa erityisesti niissä menestyskelpoisissa yrityksissä, jotka eivät saa pankkilainaa tai haluavat saavuttaa muiden rahoitusmuotojen tarjoamia hyötyjä. Myös toimintansa vakiinnuttaneissa tai tavanomaisemmissa yrityksissä vaihtoehtoiset lähteet monipuolistavat rahoitusrakennetta ja siten vähentävät yrityksen riippuvuutta yhdestä rahoituslähteestä. Tutkielmassa esiteltyä valintatyökalua voi käyttää rahoitussunnittelun apuna, kun yritys aikoo hakea rahoitusta, mutta sillä ei ole vielä riittävästi tietoa eri rahoitusvaihtoehdoista.

Vaihtoehtoisten rahoituslähteiden käyttöä edistävä kehityspolitiikka tukee elinkeinorakenteen muutosta ja kasvua. Haasteena on kuitenkin niiden potentiaalisten yritysten tunnistaminen, joiden rahoittaminen on kannattavaa. Siksi rahoitettavien yritysten valintaan liittyviä arviointimenetelmiä on syytä kehittää. Rahoitettavien hankkeiden määrää voitaisiin lisätä, mutta tuloksellisuutta pitää vastaavasti seurata tarkemmin. Rahoitus tulisi tarvittaessa katkaista, mikäli hanke ei osoittaudu riittävän kannattavaksi. Näin suurempi määrä lupaavia, riskipitoisia hankkeita aloitettaisiin, mutta pääomaa kohdentuisi hankkeiden edetessä vain niihin, jotka osoittautuvat kannattavimmiksi. Lainsäädännöllä tulisi luoda yrityksille kannusteita tuotteiden ja palveluiden kehittämistä koskeviin investointeihin, jotta mahdollisen liberalisoinnin myötä kasvava rahoitusmarkkinoiden likviditeetti ja suurempi koko edistäisi koko potentiaalillaan talouskasvua.

Julkisen rahoituksen vaikuttavuustutkimuksien tuloksia on tärkeää hyödyntää ja tukijärjes-

telmää tulisi niiden perusteella uudistaa. Kaikkien julkisten rahoitustuotteiden tulisi olla tehokkaita ja tukia pitäisi myöntää tarkoin harkittujen perusteiden mukaan. Tukiperusteet tulisi määrittää uudelleen siten, että julkiset varat edistäisi elinkeinorakenteen muuttumista ja korjaisivat rahoitusmarkkinapuutetta, mutta myös aluetaloudelliset eroavuudet huomioitaisiin. Julkisia varoja tulisi ohjata tehottomista tai heikosti vaikuttavista rahoitustuotteista tehokkaisiin tukimuotoihin. Tällöin mahdollisesti pienemmällä yritystukiin käytettävällä kokonaisrahamäärällä saataisiin enemmän tuotettua toivottuja kasvuvaikutuksia. Julkisten rahoitustuotteiden pitäisi kattaa kaikki tuotekehityksen vaiheet, jotta yritys voisi siirtyä tukimuodosta toiseen katkaisematta tuotekehitysprosessia.

Joukkorahoituksessa luotettavuutta ja riskien hallintaa on mahdollista parantaa kevyen sääntelyn avulla. Olisikin tärkeää löytää tasapaino kustannustehokkuuden ja läpinäkyvyyden välillä, jotta joukkorahoitus kehittyisi turvallisemmaksi rahoitustavaksi ja tarjoaisi riittävän sijoittajasuojan. Joukkorahoitukseen kohdistuvaa luottamusta edistää todennäköisesti Finanssivalvonnan uusi tulkinta, jonka seurauksena se vaatii toimilupaa osakepohjaista joukkorahoitusta välittäviltä yrityksiltä. Yritysten tiedonantovelvollisuuksien maltillinen lisääminen voisi kasvattaa sijoittajien kiinnostusta ja luottamusta joukkorahoitusta kohtaan. Sijoittajasuojan parantaminen voisi lisätä myös joukkovelkakirjarahoituksen kiinnostavuutta erityisesti ulkomaisten sijoittajien keskuudessa. Suomessa kannattaisi hyödyntää kansainvälisillä markkinoilla hyväksi havaittua luottamusmiesrakennetta.

Kirjallisuuskatsaus soveltui menetelmänä hyvin rahoituslähteiden kartoittamiseen ja tutkimusaiheen kytkemiseen talouden laajempaan kontekstiin. Rahoituslähteisiin liittyviä tietoja tarkasteltiin kriittisesti, jotta rahoituksen välittäjien kaupalliset intressit eivät siirtyisi osaksi tutkielmaa. Yhteenvetotaulukoihin ja kuvioihin pystyttiin tiivistämään varsin hyvin rahoitustuotteiden keskeiset ominaisuudet. Suomen yritysrahoitusmarkkinat muuttuvat tällä hetkellä nopeasti, mikä huomioitiin käyttämällä ajankohtaisuutta vaativiin tietoihin vain uusimpia lähteitä. Tämä lisää tutkimuksen luotettavuutta ja tulosten soveltamista käytäntöön.

Myös kasvu- ja työllisyysvaikutusten selvittämiseen kirjallisuuskatsaus sopi menetelmänä hyvin. Suurin osa vaihtoehtoisista lähteistä on rahoituksen kentällä niin uusia, että riittävän pitkien ja kattavien aineistoja löytäminen olisi todennäköisesti ollut hankalaa tai

mahdotonta empiiristä tutkimusta varten. Kvantitatiivinen näkökulma toisi toki lisäarvoa asian käsittelyyn, mutta tällöin tutkimus tulisi myös rajata eri tavalla. Haasteellista tutkimusongelman ratkaisussa oli, että talouskasvuun liittyviä tuloksia täytyi johtaa monia eri maita koskevista tutkimuksista sekä vaikuttavuusarvioinneista, jotka eivät suoraan vastaa tutkimuskysymykseen. Jotta tulosten validiteetti olisi hyvä, tulosten muodostamiseen käytettiin mahdollisimman paljon aiheen empiirisiä tutkimuksia. Taloustieteen teoreettinen tutkimus sisältää paljon oletuksia, minkä vuoksi pääpaino haluttiin pitää jo toteutetuissa tutkimuksissa. Teoreettisia tutkimuksia käytettiin analyysin välineenä ja niillä täytettiin harkitusti empirian jättämiä aukkoja tutkimusongelman ratkaisussa. Kasvu- ja työllisyysvaikutusten selvittämisessä lähteiksi valittiin laadukkaita tieteellisiä tutkimuksien, journaaleja sekä tutkimuslaitosten julkaisuja, joilla tutkimusongelmaa tarkasteltiin kattavasti monista eri näkökulmista.

Jatkossa olisi kiinnostavaa tutkia empiirisesti, ovatko Suomen osakemarkkinat riittävän aktiiviset ja likvidit, jotta ne edistäisivät talouskasvua. Myös pääomasijoitusrahoituksen vaikutuksista talouskasvuun voisi tulevaisuudessa olla mahdollista tuottaa empiiristä tutkimusta, koska toimialalla alkaa olla Suomessa parinkymmenen vuoden toimintahistoria. Julkisella yritysrahoituksella on tällä hetkellä uudistuspaineita, kun valtion budjettia tasapainotetaan. Julkisten rahoitusmuotojen joukossa mainittujen rahoitustuotteiden, erityisesti Tekesin tukien ja EU:n myöntämän Horisontti 2020 pk-instrumentin, vaikutuksia kasvuun olisi tärkeää tutkia, sillä pk-yrityksiltä odotetaan paljon uuteen teknologiaan liittyvien haasteiden ratkaisussa. Myös tutkielmassa luodun rahoitussuunnittelun valintatyökalun hyödyllisyyttä olisi yrittäjien kanssa mielenkiintoista testata.

Esiteltujen tutkimusaiheiden avulla saataisiin lisää arvokasta tietoa vaihtoehtoisten lähteiden ja niihin liittyvien rahoitustuotteiden taloudellisista vaikutuksista nimenomaan Suomessa. Tulosten avulla rahoituslähteitä ja -markkinoita voitaisiin edelleen kehittää, jotta vaihtoehtoiset lähteet tukisivat vielä tehokkaammin talouden rakenteiden muuttamista. Tällä tavoin voisi olla mahdollista kasvattaa pk-yritysten tuottamaa arvonlisäystä ja edistää Suomen siirtymistä nopeamman kasvun uralle.

Lähteet

- Adamopoulos, A. (2010). Financial development and economic growth: A comparative study between 15 European Union member-states. *International Research Journal of Finance and Economics*, 35, 143–149.
- Arestis, P., Demetriades, P. O., & Luintel, K. B. (2001). Financial development and economic growth: The role of stock markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33, 16–41.
- Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance*, 28(3), 432–442.
- Belke, A., Fehr, R., & Foster, N. (2003). *Does venture capital investment spur employment growth?* CESifo Working Paper Series (No. 930).
- Boubakari, A. (2010). The role of stock market development in economic growth: evidence from some euronext countries. *International Journal of Financial Research*, 1(1), 14–20.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill Education.
- Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E. (2012). *Reassessing the impact of finance on growth*. BIS Working Paper (No. 381).
- Christopoulos, D. K., & Tsionas, E. G. (2004). Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests. *Journal of Development Economics*, 73(1), 55–74.
- Davis, S. J., Haltiwanger, J. C., Jarmin, R. S., Lerner, J., & Miranda, J. (2011). *Private equity and employment*. National Bureau of Economic Research Working Paper (No. 17399).
- Demetriades, P. O., & Hussein, K. A. (1996). Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries. *Journal of Development Economics*, 51(2), 387–411.

- Diego, C. (2012). *Social capital inheritance and resource co-optation in corporate spin-offs*. Väitöskirja, Turun Kauppakorkeakoulu.
- Fink, G., Haiss, P., & Hristofora, S. (2003). *Bond markets and economic growth*. IEF Working Paper (No. 49), University of Economics and Business Administration Vienna.
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1989). *Financial development, growth, and the distribution of income*. National Bureau of Economic Research Working Paper (No. 3189).
- Gregorio, J. D., & Guidotti, P. E. (1995). Financial development and economic growth. *World Development*, 23(3), 433–448.
- Hassan, M. K., Sanchez, B., & Yu, J.-S. (2011). Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1), 88–104.
- Heimonen, K., Tervo, H., Vänskä-Kauhanen, T., Yläoutinen, S., Nevalainen, L., Haapanen, M., & Wollenberg, M. (2010). Työ, talous ja yliopisto: Jaakko pehkonen 50 vuotta.
- Hollanders, H., & Es-Sadki, N. (2014). *Innovation Union Scoreboard 2014*. Euroopan komissio.
- Honkapohja, S. (2011). Miten taloustiede muuttuu finanssikriisin jälkeen? *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 107(1).
- Hyytinen, A. (2013). Pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksen saatavuus. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 109(4).
- Hyytinen, A., & Kauppi, H. (2002). Rahoituksen markkinaehtoistuminen ja talouden toimialarakenne. Havaintoja suomesta 1980–2000. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 98(2).
- Hyytinen, A., Kuosa, I., & Takalo, T. (2003). Rahoitusmarkkinoiden kehitys Suomessa 1980–2002. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 99(3).
- Hyytinen, A., & Pajarinen, M. (2005). *Luottomarkkinoiden epätäydellisyydet ja pk-yritysten rahoitusympäristö Suomessa*. Kauppa- ja teollisuusministeriö, elinkeino-osasto.
- Kaminsky, G., & Schmukler, S. (2003). *Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization*. National Bureau of Economic Research Working Paper (No. 9787).
- Kanniainen, L. (2013). *Joukkovelkakirja pk-yritykselle. lainsäädännöstä johtuvat hidasteet*

- ja kehitysmahdollisuudet*. Pro gradu -tutkielma, Helsingin yliopisto.
- Kansallista pääomamarkkinastrategiaa pohtiva työryhmä. (2012). *Pääomamarkkinat ja kasvu*. Valtiovarainministeriön julkaisuja (nro 10).
- Keuschnigg, C. (2004). Venture capital backed growth. *Journal of Economic Growth*, 9(2), 239–261.
- Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 27(6), 861–875.
- Knüpfer, S., & Puttonen, V. (2009). *Moderni rahoitus*. Helsinki: WSOYpro. (4. uud. painos)
- Koivu, T. (2001). *Rahoitussektorin vaikutus talouskasvuun: alemman ja keskimmäisen tulotason maiden empiirinen tarkastelu*. Pro gradu -tutkielma, Jyväskylän yliopisto.
- Lauriala, J. (2004). *Pääomasijoittaminen*. Helsinki: Edita.
- Lauriala, J. (2008). *Rahoitusstrategia*. Helsinki: WSOYpro.
- Leahy, M., Schich, S., Wehinger, G., Pelgrin, F., & Thorgeirsson, T. (2001). *Contributions of financial systems to growth in OECD countries*. OECD Economics Department Working Papers (No. 280).
- Leino, E. (2014). *Joukkovelkakirjat pk-yrityksen rahoitusmuotona*. Opinnäytetyö, Turun Ammattikorkeakoulu.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 688–726.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Association*, 537–558.
- Luintel, K. B., & Khan, M. (1999). A quantitative reassessment of the finance–growth nexus: evidence from a multivariate VAR. *Journal of Development Economics*, 60(2), 381–405.
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2007). *Yritysrahoitus*. Edita.
- Obstfeld, M. (1992). *Risk-taking, global diversification, and growth*. National Bureau of Economic Research Working Paper (No. 4093).
- Pajarinen, M., & Rouvinen, P. (2014). *Kuka suomessa kasvaa?* EVA Analyysi (nro 37).
- Perttuli, K. (2012). *Monenkeskinen markkinapaikka vaihtoehtona pörssilistalle - empiirinen analyysi yritysten motiiveista hakeutua First Northiin*. Pro gradu -tutkielma,

- Tampereen yliopisto.
- Pietarinen, M. (2012). *Yritystukiselvitys 2012*. Innovaatio 7/2012, Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja.
- Quiggin, J. (2014). *Zombitalous*. Tampere: Osuuskunta Vastapaino.
- Rainio, E. (2009). *Kasvuyritysten toimintaedellytysten parantaminen ja rahoituksen tehostaminen*. Valtiovarainministeriön julkaisuja (nro 8).
- Ranciere, R., Tornell, A., & Westermann, F. (2006). Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. growth. *Journal of Banking & Finance*, 30(12), 3331–3348.
- Samila, S., & Sorenson, O. (2009). Venture capital, entrepreneurship and economic growth. *The Review of Economic and Statistics*, 93(1), 338–349.
- Savela, O. (2012a). *Voitot kasvaneet enemmän kuin investoinnit*. Tieto & Trendit (nro 7). Tilastokeskus.
- Savela, O. (2012b). *Yritykset tuottavat valtaosan arvonnlisäyksestä*. Tieto & Trendit (nro 7). Tilastokeskus.
- Schwab, K. (2015). *The Global Competitiveness Report 2014–2015*. World Economic Forum.
- Stern, N. (1989). The economics of development: a survey. *The Economic Journal*, 99(397), 597–685.
- Stiglitz, J. E. (2004). *Globalisaation sivutuotteet*. Like kustannus.
- Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*. WW Norton & Company.
- Strömberg, P. (2009). *The economic and social impact of private equity in Europe: Summary of research findings*. Social Science Research Network (1429322).
- Tokila, A. (2011). *Econometric studies of public support to entrepreneurship*. Väitöskirja, Jyväskylän yliopisto.
- Tornell, A., Westermann, F., & Martinez, L. (2004). *The positive link between financial liberalization, growth and crises*. National Bureau of Economic Research Working Paper (No. 10293).
- Työ- ja elinkeinoministeriö. (2012). *Yrittäjyyskatsaus 2012*. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja (nro 46).
- Työ- ja elinkeinoministeriö. (2013). *Yrityskatsaus 2013 – Näkökulmia elinkeinopolitiikkaan*,

yrittäjiin ja yrittäjyyteen. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja (nro 25).
Varoufakis, Y. (2011). *The Global Minotaur*. Lontoo/New York: Zed Books.

Muut lähteet

- Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskus. (2014). *Yrityksen perustaminen / rahoitus*.
<http://www.ely-keskus.fi>.
- Elinkeinoelämän keskusliitto. (2014). *Rahoitusta tarjoavat tahot*. <http://www.ek.fi>.
- Euroopan keskuspankki. (2014). *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area, April - September 2014*. <http://www.ecb.europa.eu>.
- Euroopan komissio. (2014). *Draft Horizon 2020 Work Programme 2014–2015 General Annexes*. <http://ec.europa.eu>.
- Euroopan komissio. (2014a). *Joukkorahoituksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen Euroopan unionissa*. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle.
- Euroopan komissio. (2014b). *Mitä ovat pk-yritykset*. <http://ec.europa.eu>.
- Euroopan komissio. (2015). *Rahoitusta kasvuun Euroopassa – Euroopan komissio järjestää kuulemisen pääomamarkkinaunionista*. Euroopan komission lehdistötiedote 18.2.2015, IP/15/443.
- Europaeus, J. (2013). *Jvk -markkinat remontissa*. <http://www.porssisaatio.fi>.
- Finanssivalvonta. (2011). *Markkinat 2/2011-tiedote*. <http://www.finanssivalvonta.fi>.
- Finanssivalvonta. (2014a). *Ajankohtaista sijoittajasuojasta*. Toimittajatapaaminen.
- Finanssivalvonta. (2014b). *Markkinat 1/2014-tiedote*. <http://www.finanssivalvonta.fi>.
- Finanssivalvonta. (2014). *Mitä on joukkorahoitus?* <http://www.finanssivalvonta.fi>.
- Finnvera. (2014). *Finnvera*. <http://www.finnvera.fi>.
- FundedByMe. (2014). *Puhelinkeskustelu yrityksen toimihenkilön kanssa*.
- FundedByMe. (2015). <http://www.fundedbyme.com>.
- Garantia. (2014a). <http://www.garantia.fi>.
- Garantia. (2014b). *Vuosikatsaus 2014*.

- Hannula, A. T. (2014). *Johdatus osakepohjaiseen joukkorahoitukseen*.
- Invesdor. (2015). <http://www.invesdor.com>.
- IROResearch Oy. (2013). *Yritysrahoituskysely 2013*. <http://www.suomenpankki.fi>.
- Kallio, A., & Vento, V. (2014). *Raportti joukkorahoituskyselystä*. Valtiovarainministeriö, <http://www.vm.fi>.
- Kansalaisrahoitus. (2015). <http://www.kansalaisrahoitus.fi>.
- Karhinen, R. (2015a). *Millaiset eväät finanssialalla on tukea kestäväää kasvua?* Finanssialan keskusliiton Finanssiseminaari 5.3.2015.
- Karhinen, R. (2015b). *Rahaa on enemmän kuin koskaan*. <http://www.fkl.fi>.
- Lappalainen, E. (2015). *Ensimmäinen joukkorahoittaja sai toimilupansa: Invesdor haluaa laajentua Eurooppaan*. <http://www.talouselämä.fi>.
- Malliehdot valmistellut työryhmä. (2013). *Joukkovelkakirjojen malliehdot*. <http://www.cgfinland.fi>.
- Mattila, V.-M. (2013). *Pankit ja yritysrahoitus finanssikriisissä*. Talous tutuksi -koulutus, Tampere 30.8.2013.
- Mesenaatti.me. (2014). mesenaatti.me.
- Nasdaq OMX Nordic. (2014). *First North*. <http://www.nasdaqomxnordic.com>.
- Ratinen, J. (2008). *Työpanoksen laadun toteutunut ja ennustettu kasvu Suomessa*. Suomen Pankki, BoF Online (nro 10).
- Suomen Bisnesenkelit ry. (2014). <http://www.bisnesenkelit.fi>.
- Suomen pääomasijoitusyhdistys ry. (2012). *Pääomasijoitusten vaikuttavuus Suomessa (ote Tomi Alenin diplomityöstä)*. <http://www.fvca.fi>.
- Suomen pääomasijoitusyhdistys ry ja PricewaterhouseCoopers Oy. (2014).
- Tekes. (2014). *Tekesin ja innovaatiotoiminnan vaikutukset*. <http://www.tekes.fi>.
- Tilastokeskus. (2014). <http://www.tilastokeskus.fi>.
- Tutkimus- ja innovaationeuvosto. (2014). *Uudistava suomi: tutkimus- ja innovaatiopolitiikan suunta 2015–2020*.
- Valtioneuvosto. (2015). *Valtioneuvoston tiedonanto eduskunnalle 29.5.2015 nimetyn pääministeri Juha Sipilän hallituksen ohjelmasta*. Valtioneuvoston tiedonanto eduskunnalle.
- Valtiovarainministeriö. (2015). *Hallituksen esitys eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä*

- laeiksi eräiden muiden lakien muuttamisesta*. HE-luonnos, VM0124:00/2013.
- Vauraus Suomi. (2014). *Puhelinkeskustelu yrityksen toimihenkilön kanssa*.
- Vauraus Suomi. (2015). <http://www.vauraus.fi>.
- Venture Bonsai. (2015). <http://www.venturebonsai.com>.
- Viljamaa, K., Piirainen, K., Kotiranta, A., Karhunen, H., & Huovari, J. (2013). *Impact of Tekes activities on productivity and renewal*. <https://www.tekes.fi/globalassets/global/nyt/uutiset/productivity-and-renewal-2013.pdf>.
- Wardrop, R., Zhang, B., Rau, R., & Gray, M. (2015). *Moving mainstream the european alternative finance benchmarking report*. University of Cambridge and EY 2015, <http://ec.europa.eu>.